

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Ocenění společnosti LINET, s. r. o. vybranými metodami
Valuation of the company LINET, s. r. o. by selected methods

Student:

Bc. Hana Zamcová

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Miroslav Čulík, Ph. D.

Ostrava 2010

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Hana Zamcová**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T010 Finance**
Specializace: **00 Finance**
Téma: **Ocenění společnosti LINET, s. r. o. vybranými metodami**
Valuation of the company LINET, s. r. o. by selected methods

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Popis metod pro ocenění podniku
 3. Finanční a strategická analýza podniku
 4. Stanovení hodnoty podniku
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratek
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

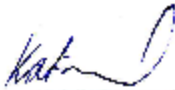
DAMODARAN, A. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd Ed. New York: Wiley & Sons, Inc., 2006. 685 s. ISBN 0-471-75121-9.
DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2006. 189 s. ISBN 80-86119-58-0.
MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2009

Datum odevzdání: 30.04.2010


Ing. Iveta Rarmanová, Ph.D.
vedoucí katedry




prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že jsem diplomovou práci včetně všech příloh vypracovala samostatně, za použití uvedené literatury.

V Ostravě dne 30. 4. 2010

.....
Hana Zamcová

1	Úvod.....	8
2	Popis metod pro ocenění podniku.....	9
2.1	Definice podniku.....	9
2.2	Hodnota podniku.....	9
2.3	Důvody pro ocenění podniku	12
2.4	Postup při ocenění podniku	12
2.4.1	Sběr vstupních dat	13
2.4.2	Analýza dat.....	13
2.4.2.1	Strategická analýza.....	13
2.4.2.2	Finanční analýza	15
2.4.3	Finanční plán	19
2.4.3.1	Metody odhadu jednotlivých položek.....	20
2.4.4	Ocenění.....	20
2.5	Stanovení volných peněžních toků.....	20
2.6	Náklady kapitálu	22
2.6.1	Náklady na celkový kapitál (WACC).....	22
2.6.2	Náklady na cizí kapitál	23
2.6.3	Náklady na vlastní kapitál	23
2.6.3.1	Model oceňování kapitálových aktiv CAPM.....	24
2.6.3.2	Arbitrážní model oceňování – APM	24
2.6.3.3	Dividendový model	25
2.6.3.4	Stavebnicový model	25
2.7	Metody oceňování podniku	28
2.7.1	Výnosové metody oceňování	29
2.7.1.1	Metoda kapitalizovaných zisků.....	30

2.7.1.2	<i>Metody diskontovaných peněžních toků (DCF)</i>	32
2.7.2	Majetkové metody ocenění.....	36
2.7.2.1	<i>Účetní metoda</i>	36
2.7.2.2	<i>Substanční metoda</i>	36
2.7.2.3	<i>Metoda likvidační hodnoty</i>	37
2.7.3	Komparativní metody	37
2.7.4	Metody kombinované.....	38
3	Finanční a strategická analýza podniku	39
3.1	Představení a charakteristika podniku	39
3.1.1	Základní údaje a předmět podnikání:	39
3.1.2	Vlastnická struktura.....	40
3.1.3	Dceřiné společnosti	40
3.2	SWOT ANALÝZA	40
3.3	Strategická analýza podniku Linet, s.r.o.	42
3.3.1	Analýza makroprostředí	42
3.3.1.1	<i>Vývoj HDP</i>	42
3.3.1.2	<i>Míra inflace</i>	44
3.3.1.3	<i>Měnové kurzy</i>	45
3.3.1.4	<i>Míra nezaměstnanosti</i>	47
3.3.2	Analýza mikroprostředí.....	48
3.4	Finanční analýza.....	50
3.4.1	Analýza rentability	50
3.4.2	Analýza aktivity.....	51
3.4.3	Finanční stabilita firmy.....	52
3.4.4	Analýza likvidity	53
3.4.5	Posouzení celkové finanční situace podniku Linet, s.r.o.....	54

4	Stanovení hodnoty podniku.....	55
4.1	Finanční plán	55
4.1.1	Plán výkazu zisku a ztráty	55
4.1.1.1	Plán tržeb.....	56
4.1.1.2	Plán nákladů.....	58
4.1.1.3	Přidaná hodnota	58
4.1.1.4	Plán osobních nákladů	59
4.1.1.5	Ostatní významné položky provozního výsledku hospodaření.....	61
4.1.1.6	Významné položky Finančního výsledku hospodaření	61
4.1.1.7	Plán výsledku hospodaření.....	62
4.1.2	Finanční plán rozvahy	63
4.1.2.1	Plán dlouhodobého majetku	63
4.1.2.2	Plán oběžných aktiv	64
4.1.2.3	Plán ostatních aktiv	66
4.1.2.4	Plán aktiv celkem.....	66
4.1.2.5	Plán vlastního kapitálu.....	66
4.1.2.6	Plán cizích zdrojů	67
4.1.2.7	Plán ostatních pasiv.....	69
4.1.2.8	Plán pasiv celkem	69
4.2	Stanovení hodnoty podniku aplikací vybraných metod	70
4.2.1	Stanovení nákladů kapitálu.....	70
4.2.1.1	Stanovení nákladu vlastního kapitálu modelem CAPM.....	70
4.2.1.2	Stanovení nákladů vlastního kapitálu komplexní stavebnicovou metodou...71	
4.3	Stanovení hodnoty podniku metodou DCF – Equity	71
4.4	Stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných zisků.....	73
4.4.1	Stanovení hodnoty podniku metodou paušální.....	73

4.4.2	Stanovení hodnoty podniku metodou analytickou	75
4.5	Komparace zjištěných výsledků.....	77
5	Závěr.....	79
	Seznam použité literatury.....	81
	Seznam zkratek a symbolů	83
	Prohlášení o využití výsledku diplomové práce.....	85
	Seznam příloh	86

1 Úvod

Jednou z aktuálních a významných oblastí finančního řízení firem je problematika ocenění podniku. Ocenění podniku je relativně mladou a vyvíjející se disciplínou, ovšem je jí přikládán stále větší význam. Problematika ocenění je chápána jako nejobtížnější problém ekonomické teorie a praxe, jelikož je nutné znát metody a přístupy ocenění omezené dostupností informací, jelikož každý podnik je specifický a neexistuje pouze jeden správný postup ocenění. Nesprávné postupy založené na nesprávných informacích mohou vést k neracionálnímu ocenění statků a nesprávné alokaci kapitálu.

Po vstupu ČR do EU se stalo ocenění podniků aktuálnější, kde v současnosti podnikovou sféru ovlivnily také následky finanční krize. Projevy silícího konkurenčního boje a s tím reakce podniků na vzniklou situaci ovlivňují i oblast ocenění podniku.

Oceňování samo o sobě chápeme jako službu, kterou si zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek a účelem ocenění je stanovení hodnoty podniku.

Při oceňování je hledána odpověď na dvě otázky - jaké je tržní ocenění (jednoduše řečeno kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce a kolik je možno dostat na trhu) a jakou hodnotu má podnik z hlediska konkrétního kupujícího.

Cílem diplomové práce je ocenění společnosti Linet, s.r.o. vybranými výnosovými metodami, které jsou s ohledem na poskytnuté informace nejvhodnější za účelem stanovení hodnoty podniku.

Diplomová práce je rozdělena do tří základních částí.

První část se zabývá popisem metod pro ocenění podniku, jež mohou být pro ocenění zvoleny.

Druhá část je věnována finanční a strategické analýze podniku. Tato část zahrnuje představení a charakteristiku podniku Linet, s.r.o., vypracování SWOT analýzy, finanční analýzy a analýzy strategické, tedy vnějšího a vnitřního prostředí podniku.

Náplní třetí části je stanovení hodnoty podniku využitím dvou vybraných metod. Jsou zde aplikovány teoretické poznatky z první kapitoly a využití výsledků z finanční a strategické analýzy, především při tvorbě finančního plánu, jež je nezbytnou součástí ocenění podniku výnosovými metodami a následná komparace a zhodnocení výsledků.

2 Popis metod pro ocenění podniku

Tato kapitola se věnuje především výkladu, jak provést samotné ocenění podniku, ale také je nutné vymezit si základní pojmy a důvody, které se samotným oceňováním souvisí.

Jednou z aktuálních a významných oblastí finančního řízení firem je problematika oceňování podniku. Oceňování je důležité věnovat neustálou pozornost, jelikož nevhodné postupy oceňování mohou vést k neracionálnímu ocenění statků a nesprávné alokaci kapitálu.

2.1 Definice podniku

Jelikož předmětem oceňování je sám podnik, je důležité si tento pojem definovat. V literatuře je chápán různými způsoby, ovšem pro samotného oceňovatele je důležitá definice z obchodního zákoníku: Podnik je věc hromadná, soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.¹

2.2 Hodnota podniku

Na hodnotu podniku je třeba pohlížet jako na jev jedinečný. Hodnotu podniku chápeme jako částku za zboží nebo služby v dané době, kolem níž by se měla cena pohybovat. Cena je pojem používaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží nebo službu.

Podnik můžeme oceňovat v různých hladinách:

Hodnota brutto – zde se jedná o hodnotu podniku jako celku, tedy jak pro vlastníky, tak pro věřitele.

Hodnota netto – touto hodnotou rozumíme ocenění na úrovni vlastníků podniku, tedy oceňujeme vlastní kapitál.

Pro stanovení hodnoty podniku je nutné si vyjádřit budoucí peněžní užitek, který získáme z držení tohoto podniku. Lze ji tedy chápat jako očekávané budoucí příjmy (na úrovni vlastníků či investorů) převedené na jejich současnou hodnotu (present value).

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

Dále rozlišujeme čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- kolínská škola.

Smyslem oceňování je především odhadnout tržní hodnotu podniku.

Tržní hodnota je odhad názorů příslušného trhu, tedy odhad jak trh oceňuje současný stav a výhledy podniku. Mezinárodní výbor pro oceňování definoval pojem tržní hodnota takto: „Jedná se tedy o odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci samostatných a nezávislých partnerů, po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“²

Výsledkem ocenění by měla být tržní hodnota zejména při uvádění podniku na burzu a při prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující. Přitom stávající vlastník chce odhadnout, za jakou částku by mohl podnik pravděpodobně prodat.

Subjektivní hodnota, často označována podle Mezinárodního oceňovacího standardu číslem 2 jako investiční hodnota, vychází z vůle vlastníka a z myšlenky, k jakému účelu má oceňování sloužit (při žádosti o úvěr, emisi akcií, při nákupu, prodeji, fúzi a u změny vlastnických vztahů). Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem.

Subjektivní přístup (stanovení investiční hodnoty) je často vhodný v těchto situacích:

- koupě a prodej podniku (kdy je potřeba zjistit, zda je pro subjekt transakce výhodná),
- rozhodování mezi sanací a likvidací podniku (stávající vlastník zjišťuje, zda by měl podnik větší hodnotu, kdyby pokračoval v činnosti a uplatnil své plány jak řídit podnik nebo zda je větší momentální likvidační hodnota podniku.)

Subjektivní hodnota je v podstatě dána subjektivními názory a představami a za určitý protiklad lze považovat objektivizovanou hodnotu uvedenou níže.

² Mařík, Miloš. *Metody oceňování podniku* (2004)

Objektivizovaná hodnota by měla být v co největší míře postavena na obecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité níže uvedené zásady a požadavky.

Udržování substance, což znamená, že lze z podniku vybírat jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance). **Volný zisk**, část zisku, který mohou vybrat, aniž by byla ohrožena substance. **Nepotřebný majetek**, kdy majetek je rozdělen na nezbytnou část pro vlastní provoz a ostatní. Výnosové ocenění se týká té části, která je provozně nebytná. Možnosti změn podniku, vychází se z podniku jak „*stojí a leží*“ v daném momentu ocenění a předpokládá se pokračování v podnikání v rámci dosavadního konceptu. **Metoda ocenění** je jasná a jednoznačná. **Management** a jeho setrvání v podniku, na němž je závislá výnosová hodnota. **Při zdanění** je doporučováno, oproti praxi v České republice, zohlednit i daně na úrovni vlastníka.

V závěru lze říci, že se jedná o hodnotu pro každého, tedy hodnotu nezávislou na konkrétním kupujícím. Hodnota vychází tedy nezávisle na vůli vlastníka (soudní spory a pře, daňové účely a účely pojištění).

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji a podstatou ocenění je, že nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které mají význam pro uživatele jeho výsledků ocenění.

Základní funkce a funkce oceňovatele, které rozeznává kolínská škola, je funkce **poradenská**. Tuto funkci lze považovat za nejdůležitější a jejím smyslem je poskytnout podklady kupujícímu o maximální ceně, kterou ještě může zaplatit, aniž by na transakci prodělal a o minimální ceně, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal. Mezi další funkce patří funkce **rozhodčí**, kde se jedná o výkon funkce nezávislého oceňovatele, rozhodčího (odhaduje hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézá spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí). Mezi další funkce lze zařadit v žebříčku významnosti funkci **argumentační**, kde hledá oceňovatel v této funkci argumenty, jež mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání. Jako další lze uvést funkci **komunikační**, kde je nutné poskytnout podklady pro komunikaci s veřejností, zejména investory a banky. Poslední funkcí je funkce **daňová**, jejímž cílem je poskytnout podklady pro daňové účely.

2.3 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění slouží různým účelům, vychází z různých podnětů a samo o sobě je službou, kterou si zákazník objednává, protože mu přináší určitý užitek. Povaha tohoto užitku je odlišná z hlediska potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit.

V první řadě je nutné rozlišit, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku nebo nikoliv. Mezi ocenění související s vlastnickými změnami lze zařadit dle obchodního zákoníku například koupě a prodej podniku, nepeněžitý vklad do obchodní společnosti, ocenění v souvislosti s fúzí, rozdělením společnosti či nabídkou na převzetí.

Pokud nedochází při ocenění k vlastnickým změnám, řadíme v souvislosti s poskytováním úvěru, v souvislosti se sanací podniku a při změně právní formy společnosti.

Podstatou každého ocenění by mělo být tedy jasné, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná a jaká hladina hodnoty má být určena.

2.4 Postup při ocenění podniku

Před začátkem samotného ocenění je nutno vyřešit celou řadu problémů. Jedním z klíčových problémů je vymezení účelu, pro který se ocenění zpracovává a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění, což determinuje výběr metody použité pro ocenění. Cíl práce se pak stává vodítkem pro výběr modelů a v konečné fázi stanovením hodnoty, která by měla být výsledkem ocenění.

Na základě teoretických východisek i praktických zkušeností lze z hlediska potřeb podnikatelů doporučit následný postup pro oceňování podniku:

1) Sběr vstupních dat

2) Analýza dat:

- strategická analýza,
- finanční analýza,
- rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná,
- analýza a prognóza generátorů hodnoty,
- orientační ocenění na základě generátorů hodnoty.

3) Sestavení finančního plánu

4) Ocenění – volba metody, ocenění dle zvolených metod, souhrnné ocenění

2.4.1 Sběr vstupních dat

Před začátkem samotného ocenění je nezbytné shrnout nejdůležitější potřebná data, nikoli pouze o podniku samotném, ale i o prostředí, ve kterém se podnik nachází.

Velice nutné je tedy sledovat makroekonomické informace charakterizující vývoj ekonomiky a finančních trhů a rovněž také mikroekonomické informace vycházející z platné legislativy a ratingového hodnocení.

2.4.2 Analýza dat

V této fázi dochází k analýze dat získaných v první fázi a lze sem zařadit především provedení strategické analýzy a finanční analýzy. Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná je provedeno jen v případě, pokud to dostupné informace dovolují.

2.4.2.1 Strategická analýza

Strategická analýza se zabývá analýzou a prognózou vnějšího okolí podniku, z něhož mohou vzejít příležitosti k vytvoření konkurenční výhody a ohrožení v něm.

Vnějším okolím podniku rozumíme faktory, jež existují mimo náš podnik, působí na něj, ale nemůžeme je přímo ovlivnit. Tyto faktory jsou obvykle členěny do dvou vzájemně spjatých skupin – analýza makroprostředí a mikroprostředí.

Analýza makroprostředí

Makroprostředí sestává z několika faktorů, které podnik ovlivňují zvenčí a přímo i nepřímo na všechny její aktivity působí. Makroprostředí představuje celkový politický, ekonomický, sociální a technologický rámec, v němž se podnik pohybuje.

Podnik ale na tyto faktory nemá v podstatě žádný vliv a proto je označujeme jako nekontrolovatelné.

Mezi tyto faktory lze zařadit demografické prostředí ovlivňující trh, například vývojem porodnosti či stárnutím obyvatelstva, ekonomické prostředí ohrožované vysokou mírou inflace, vývojem HDP, recesí nebo politikou ovlivňující legislativu, ať už směrem k ochraně zájmů investorů, nebo směrem k obraně spotřebitelů. Podstatným vnějším faktorem

je technologická úroveň a nelze opomenout také přírodní faktory.

Hrubý domácí produkt (*HDP*) je užitečným ekonomickým ukazatelem výkonnosti ekonomiky v konkrétním státě nebo ekonomickém prostoru. Umožňuje nejen meziroční srovnání vývoje ekonomické situace této země, ale také srovnání mezinárodní.³

Analýza mikroprostředí

Jedná se o prostředí přímo ovlivňující podnikání v daném odvětví (vnější prostředí) a prostředí uvnitř podniku (vnitřní prostředí).

Analýza mikroprostředí se nezabývá jen faktory, které jsou skutečně uvnitř podniku, ale je tvořeno všemi faktory částečně kontrolovatelnými, tedy lidmi uvnitř podniku, ale i mimo něj. Úroveň a kvalitu vnitřního prostředí podniku posuzuje analýza silných a slabých stránek a vnější prostředí posuzuje analýza příležitostí a hrozeb obecně označovaná jako SWOT analýza.

Tab. č. 2.1: SWOT analýza

SWOT – analýza		Interní analýza	
		Silné stránky	Slabé stránky
Externí analýza	Příležitosti	Vývoj nových metod, které jsou vhodné pro rozvoj silných stránek podniku.	Odstranění slabin pro vznik nových příležitostí.
	Hrozby	Použití silných stránek pro zamezení hrozeb.	Vývoj strategií, díky nimž je možné omezit hrozby ohrožující naše slabé stránky.

Zdroj: Vlastní

Základ metody spočívá v klasifikaci a ohodnocení jednotlivých faktorů, které jsou rozděleny do 4 základních skupin. Vzájemnou interakcí faktorů silných a slabých stránek na jedné straně vůči příležitostem a nebezpečím na straně druhé, lze získat nové kvalitativní informace, které charakterizují a hodnotí úroveň jejich vzájemného střetu.

Výstupem kompletní analýzy SWOT je chování společnosti, která maximalizuje přednosti a příležitosti a minimalizuje své nedostatky a hrozby.

³ viz www.mpo.cz

2.4.2.2 Finanční analýza⁴

Podstatou finanční analýzy je provést využitím speciálních metodických prostředků diagnózu finančního hospodaření podniku. Pravidelně prováděná a kvalifikovaná diagnóza umožňuje odhalit případné poruchy finančního "zdraví" v době, kdy je ještě možné různými řídicími zásahy tyto poruchy napravit.

Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele jsou základním metodickým nástrojem finanční analýzy. Jsou zapisovány formou číselného vztahu, do kterého jsou uváděny účetní informace a ustálily se v následujících skupinách.

➤ **Ukazatele rentability**

Rentabilita, neboli výnosnost vloženého kapitálu, slouží ke komplexnímu posouzení a hodnocení efektivnosti podniku. Rentabilitu chápeme jako měřítko schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku užitím investovaného kapitálu.

Rentabilita vlastního kapitálu

Tento ukazatel vyjadřuje, do jaké míry podnik reprodukuje vlastní zdroje a je definován jako:

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \cdot 100(\%), \quad (2.1)$$

kde *EAT* je čistý zisk a *VK* je vlastní kapitál.

Obecným pravidlem je, že výnosnost vlastního kapitálu by měla být vyšší než výnosnost celkového kapitálu a zároveň, že ukazatel bude větší než běžná úroková míra. Ukazatel je vodítkem pro investory, kteří si mohou zjistit, zda je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou odpovídající riziku dané investice.

Rentabilita aktiv

Využitím tohoto ukazatele je posouzení úspěšnosti podnikání.

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva} \cdot 100(\%), \quad (2.2)$$

⁴ Zdroj: Zamcová, Hana. *Finanční analýza firmy RD Rýmařov, s. r. o. (2006)*

kde *EBIT* zisk před daní a úroky.

Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu

Využitím tohoto ukazatele lze změřit efektivnost dlouhodobě vloženého kapitálu bez ohledu na to, odkud kapitál pochází a lze jej spočítat takto:

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + CK_{dl.}} \cdot 100 (\%), \quad (2.3)$$

kde $CK_{dl.}$ je cizí kapitál dlouhodobý.

Rentabilita tržeb (odbytu)

Ukazatel udává schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb (výnosů). V tomto smyslu se pro tento ukazatel používá termín ziskové rozpětí nebo zisková marže, která odráží schopnost podniku vyrábět s nízkými náklady nebo za vysokou cenu.

$$Provozní\ ziskové\ rozpětí = \frac{EBIT}{Tržby} \cdot 100 (\%), \quad (2.4)$$

čím vyšší ukazatel, tím vyšší efekt.

➤ Ukazatele aktivity

Vypovídají o účinnosti majetku a měří efektivnost, s jakou podnik využívá aktiva. Obecně se používají ukazatele dvojího typu – obratovostní (obratu) a doby obratu, kde čím je doba obratu delší, tím jsou aktiva déle vázána ve výrobním procesu.

Rychlost obratu celkového kapitálu

Nazývaná také jako obratovost celkového kapitálu, která ukazuje počet obrátek za sledované období (rok) a lze ji definovat jako:

$$ROCK = \frac{Tržby}{Aktiva}, \quad (2.5)$$

výsledkem výpočtu je absolutní číslo a platí, že čím je vyšší, tím lépe.

Doba obratu zásob

Ukazatel je zpravidla chápán jako ukazatel využití intenzity zásob.

$$DOZ = \frac{Zásoby}{\frac{Tržby}{365}} = \frac{365}{Obratovost\ zásob}. \quad (2.6)$$

U tohoto ukazatele platí, že čím vyšší je obratovost zásob a kratší doba obratu zásob, tím lépe. Podnik však musí reagovat pružně na poptávku a musí nalézt optimální vztah mezi výše uvedenými ukazateli.

Doba obratu pohledávek

Tento ukazatel vyjadřuje, za jak dlouhé období jsou pohledávky v průměru splaceny a zda je podnik schopen dodržovat lhůtu splatnosti pohledávek.

$$DOP = \frac{Pohledávky}{\frac{Tržby}{365}} = \frac{365}{Obratovost\ pohledávek}. \quad (2.7)$$

Doba obratu závazků

Obecně platí, že tento ukazatel by měl být v rovnováze s ukazatelem doby inkasa pohledávek, ideálně delší.

$$DOZ = \frac{Krátkodobé\ závazky}{Denní\ tržby\ (nákupy)}. \quad (2.8)$$

Pravidlo solventnosti, které dává do spojitosti *DOP* a *DOZ* a vztahem $DOP < DOZ$ ukazuje, zda nemá podnik problémy s likviditou.

➤ **Ukazatele zadluženosti a finanční stability**

Zadluženost podniku vypovídá o tom, že podnik využívá k financování své činnosti i cizí zdroje.

Ukazatel věřitelského rizika (celkové zadluženosti)

Jedná se o standardní ukazatel a je doplňkem finanční samostatnosti, v němž platí, čím je ukazatel vyšší, tím je vyšší riziko nesplacení závazku a zhoršuje se tedy finanční stabilita.

$$UVR = \frac{CK}{Aktiva} \cdot (100\%). \quad (2.9)$$

Ukazatel je nutno posuzovat vždy společně s celkovou výnosností, kterou podnik dosahuje z celkového kapitálu. Nepříznivá může být pro akcionáře situace, kdy výnosnost celkového kapitálu vloženého do podniku je nižší než úrok placený věřitelům a naopak.

Ukazatel podílu vlastních zdrojů na aktivech (Equity ratio)

Hospodářskou a finanční stabilitu a proporci, v níž jsou aktiva podniku financována penězi akcionářů podniku, lze vyjádřit využitím tohoto ukazatele. Pokud hodnotu tohoto ukazatele převrátíme, jedná se o tzv. finanční páku.

$$VZA = \frac{VK}{Aktiva} \cdot (100\%). \quad (2.10)$$

Platí, že součet UVR a VZA se rovná 1, tedy tyto ukazatele se navzájem doplňují.

Ukazatel zadluženosti vlastních zdrojů

Podstatou tohoto ukazatele je vystihnout důvody vysoké zadluženosti podniku.

$$UVZ = \frac{CK}{VK} \cdot (100\%), \quad (2.11)$$

kde platí, je-li $UVZ = 1$, pak $CK = VK$; je-li $UVZ > 1$, pak $CK > VK$ a naopak.

Ukazatel úrokového krytí

Zpravidla říká kolikrát vytvořený efekt kryje placené nákladové úroky. Pro lepší orientaci se průměrná hodnota tohoto ukazatele, např. v průmyslových podnicích, pohybuje okolo 800%.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{Nákladové (placené) úroky}} \cdot (100\%). \quad (2.12)$$

Pokud je hodnota ukazatele ve výši 100% znamená to, že podnik vydělává pouze na úroky a čistý zisk se rovná tedy 0.

◆ Ukazatele likvidity

Využitím ukazatelů likvidity lze vyjádřit míru schopnosti a připravenosti podniku uhradit stávající krátkodobé peněžní závazky včas a v plné výši. Měří vztah mezi oběžnými aktivy a krátkodobými pasivy, tudíž schopnost firmy dostát včas svým závazkům.

Ukazatel celkové likvidity (solventnosti)

Jedná se o klasický ukazatel, který odvozuje solventnost, resp. likviditu podniku, mezi oběžnými aktivy (OA) a krátkodobými závazky splatnými v blízké budoucnosti.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{\text{Krátkodobé závazky}} \cdot (100\%). \quad (2.13)$$

Vyjadřuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva *OA* krátkodobé závazky podniku, resp. kolika jednotkami (Kč) oběžných aktiv je kryta jedna jednotka (1 Kč) krátkodobých závazků. Doporučená hodnota tohoto ukazatele v tržních podmínkách je v rozmezí (1,5 – 2,5).

Ukazatel pohotové likvidity

Existuje určité bezpečnostní kritérium, v němž se uvádí, že pohotovou likviditu lze považovat za dobrou, je-li hodnota ukazatele alespoň (1,0 – 1,5). V tomto případě je podnik schopen se vyrovnat se svými závazky, aniž by musel prodávat své závazky a zásoby.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}} \cdot (100\%). \quad (2.14)$$

Ukazatel okamžité (peněžní) likvidity

Jedná se o nejprísnejší ukazatel likvidity a doporučená hodnota ukazatele je v rozmezí (0,9 – 1,1).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý fin. majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}} \cdot (100\%). \quad (2.15)$$

2.4.3 Finanční plán

Pokud oceňujeme podnik některou z výnosových metod, je nutné sestavit kompletní finanční plán.

Finanční plán umožňuje podnikům kalkulovat s možností získání externích zdrojů, jejich rozložením a využitím pro podnik.

Základní finanční plány lze rozdělit na krátkodobý a dlouhodobý finanční plán. Krátkodobý finanční plán se sestavuje na období jednoho roku a většinou slouží jako podklad pro finanční plán dlouhodobý. Dlouhodobý finanční plán se sestavuje většinou na období pěti let a každoročně je aktualizován o další pátý rok.

Podkladem pro sestavení finančního plánu je analýza finanční situace podniku a výsledku hospodaření za posledních 3 až 5 let. Základní účetní výkazy, které slouží k sestavení finančního plánu podniku, jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty a cash flow.

Při sestavování finančního plánu se zohledňují aktuální, ale i budoucí podmínky, jež jsou podnětem pro fungování podniku, tedy mikroprostředí a makroprostředí.

Oceňovatel zpravidla sestavuje finanční plán po konzultaci s vedením oceňovaného podniku, ovšem je třeba se vyvarovat před automatickým přebíráním plánů od managementu.

Důležitou podmínkou, kterou je nutno dodržet při plánování, je nutnost vycházet z aktuální tržní situace včetně očekávaných vývojových tendencí, např. očekávaný HDP, tržní ceny, inflace atd. Finanční plán by měl být sestaven klouzavým průměrem, v běžných cenách, měl by rozlišovat tržní a účetní hodnoty a měl by být zaměřen na růst tržní hodnoty firmy.

2.4.3.1 Metody odhadu jednotlivých položek

Metoda pevného podílu na tržbách vychází z předpokladu, že podíl vybraných položek na tržbách je v čase konstantní a je zpravidla nejčastěji používanou metodou pro odhad jednotlivých položek při sestavení finančního plánu.

Metoda proměnlivého podílu na tržbách je zpravidla stejná jako metoda pevného podílu na tržbách s výjimkou toho, že podíl na tržbách se v čase mění.

Simulační metoda je založena na vytvoření variant scénářů, které mohou být optimistické, normální či pesimistické.

2.4.4 Ocenění

Vlastní ocenění podniku je poslední fází a lze jej chápat jako komplexní problematiku, jelikož je nutné mít dostatečné jak teoretické, tak i praktické znalosti a dovednosti týkající se fungování podniku. Právě tyto znalosti vytvářejí kvalitu ocenění. Účelem ocenění je stanovení jeho tržní hodnoty.

2.5 Stanovení volných peněžních toků

Před samotným výpočtem hodnoty podniku je nutno vymezit si finanční toky, jelikož výše hodnoty podniku je odvozována od současné hodnoty budoucích toků.

Pro samotné potřeby ocenění je nutné určit, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem je tedy provozní peněžní tok, od něhož je nutno odečíst investice, které jsou podmínkou dosažení jisté výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem jsou tzv. volné peněžní toky FCF (free cash flow).

Stručně řečeno FCF nám určuje jaké množství peněz je možno z podniku vybrat, aniž by se tím ohrozil jeho další vývoj. Další nutnou podmínkou, kterou nelze opomenout, je fakt, že podnik může mít dvě podoby, a to nezadlužený podnik a zadlužený podnik, např. formou úvěrů a tím i nákladových úroků.

FCFF (free cash flow of the firm) představuje veškeré provozní peněžní toky, které podnik generuje z provozních aktiv, tedy volné finanční toky jak pro vlastníky, tak věřitele.

Vzhledem k tomu, že oceňovaný podnik je nezadlužený, jsou akceptovány pouze volné peněžní toky nezadluženého podniku.

Postup pro výpočet je následující:

$$FCFF_t^U = EAT_t + Odpisy_t - \Delta \dot{E}PK_t - INV_t, \quad (2.16)$$

kde EAT_t je čistý zisk v čase t a lze jej vyjádřit jako *tržby – náklady (bez nákladových úroků)* $= EBIT - daň$, $\Delta \dot{E}PK_t$ je změna čistého pracovního kapitálu a INV_t jsou investice.

Změnu čistého pracovního kapitálu lze vyjádřit následujícím vztahem:

$$\Delta \dot{E}PK_t = \dot{E}PK_t - \dot{E}PK_{t-1}, \quad (2.17)$$

kde zároveň platí, že

$$\dot{E}PK_t = \text{obežná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}. \quad (2.18)$$

Ovšem nelze opomenout, že většina podniků je zadlužena a je nutno počítat také s nákladovými úroky, které je nutno zdanit.

$FCFD^L$ (Free Cash Flow to the Debt) jsou volné peněžní toky pro věřitele, kde věřitelem je chápána např. banka, která poskytne podniku úvěr, tzv. úročený cizí kapitál.

$$FCFD_t^L = \text{nákladové úroky} (1 - d) - (S_t^c - S_t^s), \quad (2.19)$$

kde d je sazba daně z příjmů, S_t^c je čerpání úvěru, S_t^s je splátka úvěru.

$FCFE^L$ (free cash flow of the equity) jsou volné peněžní toky z pohledu vlastníků (akcionářů, společníků atd.) Peněžní toky zohledňují kapitálovou strukturu a výsledkem ocenění bude hodnota vlastního kapitálu VK .

$$FCFE_t^L = EAT_t + Odpisy_t - \Delta \dot{E}PK_t - INV_t + (S_t^c - S_t^s), \quad (2.20)$$

Vztah pro výpočet volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele (veškeré finanční toky bez ohledu na to, zda jsou určeny vlastníkům či věřitelům) zadluženého podniku je uveden v následujícím vzorci:

$$FCFF_t^L = FCFE_t^L + FCFD_t^L, \quad (2.21)$$

nebo-li

$$FCFE_t^L = EAT_t + Odpisy_t - \Delta \dot{E}PK_t - INV_t + nákladové úroky_t (1 - d). \quad (2.22)$$

U nezadluženého podniku platí, že volné peněžní toky jsou stejné s peněžními toky pro vlastníky, peněžní toky pro věřitele jsou logicky vypuštěny.

$$FCFF_t^U = FCFE_t^U. \quad (2.23)$$

2.6 Náklady kapitálu

Při převodu budoucích peněžních toků na současnou hodnotu má nezastupitelnou úlohu náklad kapitálu, kde zároveň tento náklad zohledňuje i míru rizika spojenou s danou investicí.

Nejčastěji se pod pojmem náklady kapitálu rozumí náklady podniku na získání jednotlivých složek podnikového kapitálu. **Z pohledu investora** náklady na kapitál představují minimální míru výnosnosti kapitálu, jež musí podnik dosahovat, aby nedocházelo k poklesu hodnoty bohatství pro investory. **Z pohledu podniku** náklad kapitálu chápeme jako cenu za kapitál získaný pro další rozvoj.

Každému volnému peněžnímu toku je nutné správně přiřadit náklad kapitálu. Správná volba nákladu kapitálu výrazně ovlivňuje odhad hodnoty podniku a směřuje k ocenění z pohledu trhu.

2.6.1 Náklady na celkový kapitál (WACC)

Náklady na celkový kapitál jsou chápány jako průměrná cena, kterou podnik platí za využívané zdroje financování a jsou kombinací nákladů různých forem kapitálu a jeho obecný vzorec je:

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - t) \cdot CK + R_E \cdot VK}{CK + VK}, \quad (2.24)$$

kde R_D jsou náklady na úročený cizí kapitál, CK je úročený cizí kapitál, R_E vyjadřují náklady vlastního kapitálu, VK je vlastní kapitál a $CK + VK$ je celkový investovaný kapitál.

Z výše uvedeného vztahu vyplývá, že se zde promítají dvě složky nákladů. Jak náklady ve formě úroků hrazených za použití cizího kapitálu, tedy náklady na cizí kapitál, tak náklady na vlastní kapitál, jehož cenou je požadovaný výnos akcionářů.

2.6.2 Náklady na cizí kapitál

Tyto náklady R_D lze chápat jako úroky nebo kupónové platby, které je nutno platit věřitelům, kde základní úroková míra je dána konkrétní situací na trhu.

Jsou-li náklady kapitálu, který firma získá formou dluhu (bankovní úvěr), vyjadřují se tyto náklady v podobě úroku sníženého o daňový štít, jedná se tedy o úspory z daní, které z použití cizího kapitálu plynou:

$$R_D = i \cdot (1 - d), \quad (2.25)$$

kde i je úroková míra z dluhu a d je sazba daně.

Pokud má podnik různou strukturu úvěrů, náklady na cizí kapitál lze určit jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik platí z těchto forem cizího kapitálu.

2.6.3 Náklady na vlastní kapitál

Stanovení nákladů na vlastní kapitál R_E je složitější otázkou a lze je určit buď na bázi tržních přístupů nebo metod a modelů vycházejících z účetních dat.

Obecně platí, že tyto náklady jsou pro podnik vyšší, než náklady na kapitál cizí.

Jednou z příčin vyššího nákladu na vlastní kapitál je existence vyššího rizika vlastníka vkládajícího prostředky do podniku, jehož výnos není dopředu zaručen. Další příčinou jsou nákladové úroky, které jsou daňově uznatelnými náklady a snižují zisk jako základ pro výpočet daně z příjmů, tzv. daňový štít.

Základní metody pro odhad nákladů vlastního kapitálu jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM⁵,
- arbitrážní model oceňování – APM⁶,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

2.6.3.1 Model oceňování kapitálových aktiv CAPM

Jedná se o tržní přístup ke stanovení nákladů na vlastní kapitál a je založen na funkčním vztahu mezi výnosem tržního portfolia a výnosem daného aktiva.

Jedná se o rovnovážný model kapitálových aktiv, kde rovnováha je vyjádřena tím, že mezní sklon výnosu a rizika je pro všechny investory stejný.

Nejpoužívanějším je beta verze modelu CAPM-SML:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E^U \cdot [E(R_M) - R_F] \quad (2.26)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E^U vyjadřuje riziko daného aktiva k tržnímu portfoliu, tedy koeficient citlivosti dodatečného výnosu VK na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Nesmí být opomenut také fakt, že beta koeficient je ovlivněn zadlužeností a pokud je model používán v podmínkách zadluženého podniku, je nutné určit koeficient beta zadlužené firmy následovně:

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1 - t) \cdot \frac{CK}{VK} \right], \quad (2.27)$$

kde β^L je beta zadlužené a β^U beta nezadlužené firmy.

2.6.3.2 Arbitrážní model oceňování – APM

Model je také založen na tržním přístupu a je konstruován jako více-faktorový, jelikož se v něm uvažuje jak s faktory makroekonomickými, jimiž jsou (např. HDP, inflace), tak mikroekonomickými, mezi něž řadíme např. ukazatel finanční analýzy firmy, růst tržeb, výnos tržního portfolia).

⁵ Capital Asset Pricing Model

⁶ Arbitrage Pricing Model

Tento model je založen na rovnovážné podmínce a to nemožnost arbitráže, tedy žádný investor nemůže dosahovat arbitrážního zisku, protože aktiva jsou oceněna stejně.

Základní tvar modelu APM:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F] \quad (2.28)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j-tého faktoru a $E(R_j)$ je očekávaný výnos j-tého faktoru.

2.6.3.3 Dividendový model

Využívá se k oceňování akcií, pokud tržní cena akcie je dána současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie. Tržní cenu akcie lze určit jako perpetuitu, za předpokladu nekonečně dlouhé držby akcií a konstantní výše dividend jako:

$$TC_A = \frac{DIV_t}{R_E}, \quad (2.29)$$

kde TC_A vyjadřuje tržní cenu akcie a DIV_t je hodnota dividendy v daném roce a náklady na vlastní kapitál tak odpovídají požadované (očekávané) výnosnosti akcií jako:

$$R_E = \frac{DIV_t}{TC_A}. \quad (2.30)$$

2.6.3.4 Stavebnicový model

U tohoto modelu lze náklad vlastního kapitálu stanovit jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií, které se odvozují nikoli z kapitálového trhu, ale z účetních dat.

Variant stavebnicových modelů existuje celá řada a liší se dle stanovení rizikových přírážek.

➤ Stavebnicový model INFA (Inky a Ivana Neumayerových),

jedná se o nejpoužívanější model, který využívá ministerstvo průmyslu a obchodu, kde náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$ jsou stanoveny následovně:

$$WACC_U = R_F + R_{PODN.} + R_{FIN.STAB.} + R_{LA}, \quad (2.31)$$

kde R_F je bezriziková sazba, R_{LA} je riziko za velikost podniku, R_{PODN} je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko a $R_{FIN.STAB.}$ je riziková přírážka za riziko, které vyplývá z finanční stability.

Podle tohoto modelu jsou celkové náklady zadlužené firmy určeny jako,

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{Aktiva} \cdot d\right), \quad (2.32)$$

kde na závěr náklady vlastního kapitálu vyjádříme tímto způsobem:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{Aktiva} - (1-d) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{Aktiva} - \frac{VK}{Aktiva}\right)}{\frac{VK}{Aktiva}}, \quad (2.33)$$

kde \dot{U} jsou úroky, BU bankovní úvěry, OBL obligace a UZ úplatné cizí zdroje ($BU+OBL$).

Se změnou faktorů, jež ovlivňují výši rizikových přírážek, se automaticky mění i $WACC_U$ je stanoveno tedy několik podmínek:

Stanovení rizikové přírážky charakterizující velikost podniku - R_{LA}

Jsou-li $UZ > 3$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 0\%$, kde tato hranice vychází ze zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál. Pokud jsou $UZ < 100$ mil. Kč pak $R_{LA} = 5\%$ a jsou-li $UZ > 100$ mil. Kč, ale < 3 mld. Kč v tomto případě se použije následující propočet :

$$R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2., \quad (2.34)$$

Stanovení rizikové přírážky charakterizující produkční sílu – R_{PODN}

Riziková přírážka je závislá na ukazateli $EBIT/Aktiva$, který je porovnán s ukazatelem $X1$ vyjadřujícím nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem.

$$\text{Obecně tedy platí, pokud } \frac{EBIT}{Aktiva} > X1, \text{ kde } X1 = \frac{(VK + BU + OBL)}{Aktiva} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL},$$

potom je $R_{PODN} = 0\%$. Jestliže $\frac{EBIT}{Aktiva} < 0$, je $R_{PODN} = 10\%$ a pokud $\frac{EBIT}{Aktiva} \geq 0$ a zároveň

$$\frac{EBIT}{Aktiva} \leq X1, \text{ pak } R_{PODN} = (X1 - EBIT / Aktiva)^2 / (10 \cdot X1^2).$$

Stanovení rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity – $R_{FIN.STAB.}$

Při stanovení rizikové přírážky se vychází z ukazatele celkové likvidity $OA / Kr. zá vazky$, přičemž je stanovena mezní hodnota likvidity ve výši $XL = 1,25$, pokud průměr průmyslu je nižší než 1,25. Ovšem je-li průměr průmyslu větší než 1,25, pak XL odpovídá průměru průmyslu. U podniků s velkou finanční silou je provedena individuální úprava.

U této přírážky platí jednotlivé podmínky:

Je-li celková likvidita $> XL$, pak $R_{FIN.STAB.} = 0\%$, pokud je celková likvidita < 1 , pak $R_{FIN.STAB.} = 10\%$ a jestliže je celková likvidita > 1 , ale $< XL$, propočte se $R_{FinStab}$ takto:

$$R_{FIN.STAB.} = \frac{(XL - \text{celková likvidita})^2}{10 \cdot (XL - 1)^2}. \quad (2.35)$$

◆ Komplexní stavebnicová metoda

Podstatou této metody je snaha o co možná nejúplnější podchycení všech dílčích rizik, které je vhodné promítnout do nákladů kapitálu.

Postup komplexní stavebnicové metody, se skládá z několika kroků:

- vymezení základních faktorů rizika na obchodní (působí na kolísání a předvídatelnost provozního výsledku hospodaření) a finanční (rizika plynoucí z financování, kolísání peněžních stavů),
- ohodnocení stupně rizika, kde pro použití v ČR je metoda upravena a stanoven určitý počet rizikových faktorů, které jsou vyhodnoceny stupněm rizika 1 – 4. Poté aritmetický průměr hodnocení je převeden na rizikovou premii,
- transformace stanoveného stupně rizika na rizikovou přírážku, tedy převod zvolených stupňů rizika na velikost rizikové přírážky.

Je-li každému faktoru rizika přiřazeno číslo vyjadřující výši rizika, následuje způsob převodu kritérií na velikost rizikové přírážky.

Postup výpočtu

Nejprve kalkulujeme jediný faktor rizika a v závěru jej zobecníme na n faktorů.

Poté je zavedena veličina X jako stupeň rizika, která může nabývat hodnot od 0 – 4, kde 0 vyjadřuje riziko nulové, 1 riziko nízké, 2 riziko přiměřené, 3 zvýšené a 4 riziko vysoké. Jako

poslední podmínkou je funkční vztah mezi intenzitou rizika X

Výpočet rizikové přírážky pro n faktorů se určí dle následujícího vztahu:

$$RP = R_F \cdot (a^x - 1) / n, \quad (2.36)$$

kde RP je riziková přírážka, a je konstanta, x je stupeň rizika a n je počet faktorů. Z uvedeného vztahu si vyjádříme veličinu $Z = (a^x - 1)$, kde výraz Z nebo $(a^x - 1)$ je koeficient rizikové přírážky.

Konkrétní parametry jsou zvoleny tak, že dolní hranice nákladů vlastního kapitálu bude R_F a horní hranici zvolíme buď jako maximální rizikovou přírážku nebo častěji maximální náklady vlastního kapitálu (kde předpokladem je, že platí při nejvyšším stupni rizika):

$$a = \sqrt[n]{\frac{R_{E \text{ MAX.}}}{R_F}}, \quad (2.37)$$

kde maximální náklady vlastního kapitálu $R_{E \text{ MAX.}}$ by měli být v rozumném pásmu přibližně 30 - 35%. V praxi se používá šestinásobek bezrizikové sazby.

Propočet nákladů vlastního kapitálu se na závěr stanoví jako:

$$R_E = R_F + RP. \quad (2.38)$$

Výhodou této metody je hypotetická identifikace dílčích faktorů, které na riziko působí, kde náklad kapitálu se stává více srozumitelným pro uživatele oceňovacích posudků.

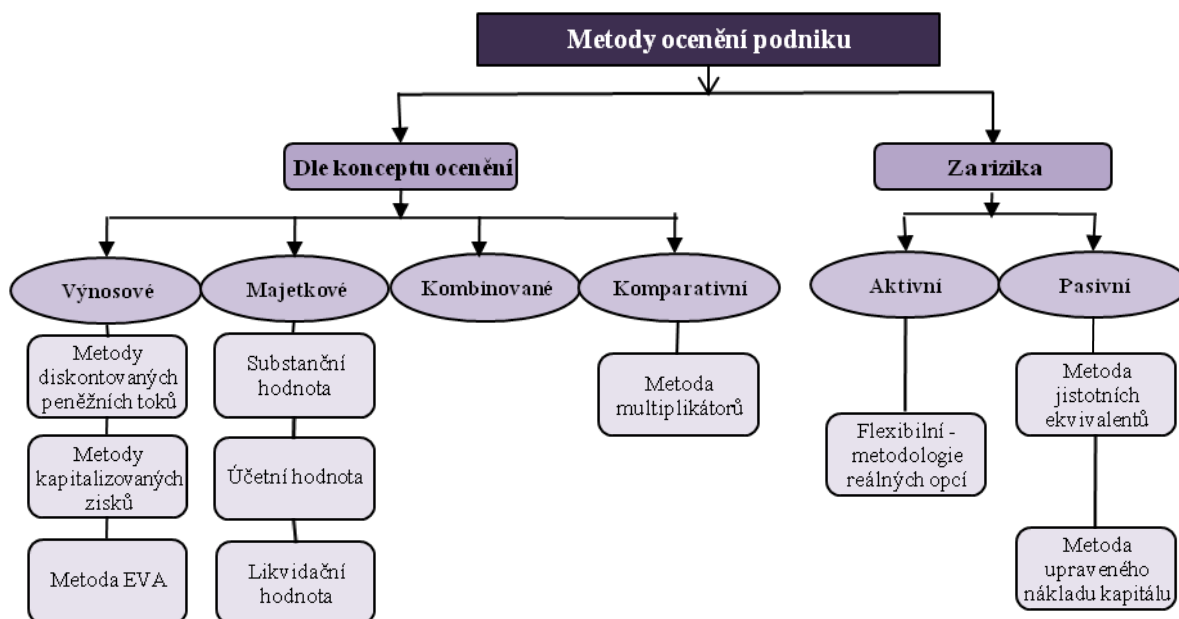
2.7 Metody oceňování podniku

V dnešní době existuje celá řada metod ocenění, které vedou v konečném výsledku ke stanovení hodnoty podniku. Důležitá je správná volba metody, která zásadním způsobem determinuje, zda bude naplněn cíl oceňování. Volba metod je ovlivněna účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele.

Oceňovatel volí metodu v návaznosti na účel ocenění a kvalitě dostupných informací, ale ovlivňují ho i další podmínky specifické pro danou situaci. Podmínkou pro stanovení hodnoty je mít dostatek informačních vstupů. Jedná se o interní podnikové informace zahrnující finanční plány, účetní závěrku, technicko-ekonomické a vnitropodnikové informace.

Dalším informačním vstupem pro stanovení hodnoty podniku jsou odvětvové informace a prognózy týkající se analýzy trhu, stavu a vývoje ekonomiky. V neposlední řadě, ale ne méně důležité, jsou informace o vlivu zahraničních trhů, mikroekonomické a makroekonomické informace. V praxi je běžné, že se používá větší počet metod a konečný výsledek vzniká jako komparace a syntéza jejich výsledků.

Obr. č. 2.1: Základní členění metod pro stanovení hodnoty podniku



Zdroj: Dluhošová, D.: Finanční řízení a rozhodování podniku (2006)

2.7.1 Výnosové metody oceňování

V současné době je nutno podnik oceňovat především na základě předpokládané dlouhodobé výnosnosti a základními metodami oceňování, které mají i určitý teoretický fundament, jsou metody výnosové.

Hodnota podniku je chápána z pohledu vlastníka, kdy základem je její dlouhodobý užitek pro samotného vlastníka.

Využitím výnosových metod se na podnik lze dívat jako na určitý výnos, který přinese investorovi v budoucnosti. Výnosové metody vychází z předpokladu, že hodnota je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Tímto užitekem u podniku chápeme budoucí ekonomické efekty jako zisk, dividendy nebo finanční toky.

Hodnota podniku závisí na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu.

2.7.1.1 Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků (nebo také kapitalizovaných čistých výnosů) je určitý oceňovací postup, jehož původ a použití vychází z německy mluvících zemí a je označován jako Ertragswertverfahren⁷.

Pro začátek je nutné uvést, že se jedná o metodu „netto“ (nebo „equity“), což znamená, že výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky (držitele) vlastního kapitálu a výsledkem je tedy hodnota vlastního kapitálu.

Metoda je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, kde zisky jsou odhadovány na základě historických dat. Základním východiskem pro výpočet a stanovení hodnoty trvale udržitelného zisku, od něhož se odvozuje hodnota podniku, jsou údaje z bilance a výkazu zisku a ztráty za období 3 až 5 let.

Klíčovým prvkem je zde tedy trvale udržitelný zisk, což je účetní zisk, který je podroben řadě korekcí. Při jeho konstrukci je nezbytné upravit účetní zisk o položky, které byly jednorázové a o položky plynoucí z majetku provozně nepotřebného.

Rozlišují se dvě základní metody pro stanovení hodnoty podniku, metoda analytická a paušální.

Metoda analytická

Analytická metoda je dle současných standardů považována za základní a přikládá se jí větší význam než metodě paušální. Podstatou této metody je analýza minulých výsledků a jejich prognóza do budoucnosti. Postup je obdobný jako u metody DCF, s výjimkou, že očekávaný výnos z podniku kalkulujeme nikoli z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření.

Při získávání vstupních dat je nutné si rozdělit, zda jde o subjektivní nebo objektivizované ocenění. Při objektivizovaném hodnocení vycházíme z řady odnímatelných čistých výnosů⁸. Je-li k dispozici řada budoucích odnímatelných čistých výnosů a předpoklad trvalé existence podniku, může být využita dvoufázová nebo třífázová metoda.

U dvoufázové metody se uplatní následující vzorec:

⁷ Postup vedoucí ke zjištění výnosové hodnoty

⁸ Skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření.

$$V_E = \sum_{t=1}^T \dot{E}V_t \cdot (1 + R_E)^{-t} + \frac{T\ddot{E}\dot{E}}{R_E} \cdot (1 + R_E)^{-T}, \quad (2.39)$$

kde V_E je hodnota vlastního kapitálu podniku, $\dot{C}V_t$ je odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy, T je délka období první fáze, $T\ddot{C}\dot{C}$ je trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi, kde je předpokladem stabilní úroveň odnímatelných čistých výnosů.

První fáze slouží k vyjádření čistého výnosu v každém roce, který je zjištěn ze sestaveného finančního plánu. Fáze druhá je pojímána jako určité vzdálené období, o kterém nelze říci nic přesnějšího, počítá se zde pro jednoduchost se stabilní výší čistého výnosu.

Analogicky je možné provést výpočet pro třífázovou metodu postupem stejným jako u dvoufázové, až na výjimku druhé fáze, kde předpokladem je, že čistý výnos poroste určitým tempem.

Metoda paušální

V praxi se často setkáme s případy, kdy podniky mají určitou minulost, ale jejich budoucnost je obtížně predikovatelná. Typickým příkladem jsou menší podniky pracující na zakázku, kdy není předem jasné, zda budou do budoucna růst či ukončí svou činnost. Pro tyto podmínky je využívána metoda paušální.

Základním předpokladem pro ocenění paušální metodou je fakt, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, jakých dosahoval v minulosti.

Postup výpočtu je obdobný jako u analytické metody, ovšem s určitými odlišnostmi. Analyzují a upravují se minulé výsledky hospodaření, kde je možno rozdělovat jen skutečné zisky, aniž by se snižovala majetková podstata. U metody paušální se provádí na rozdíl od metody analytické i další úpravy. Nahrazení odpisů počítaných z historických pořizovacích cen za odpisy z aktuálních cen reprodukčních. Nelze také opomenout úpravu týkající se kalkulace nových daní, protože všechny úpravy výsledků hospodaření se projevují přímo do daní. Poslední úpravou je přepočtení upravených výsledků hospodaření na cenovou hladinu, která je platná k datu ocenění.

Využitím upravených minulých výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení jako vážený průměr minulých upravených čistých výnosů takto:

Propočet odhadovaného trvale udržitelného zisku Z je nenásledující:

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.40)$$

kde Z_t je zisk v minulých obdobích upravený o korekce, w_t váhy přiřazené jednotlivým obdobím a T počet let zahrnutých do výpočtu.

Hodnota vlastního kapitálu lze vypočítat jako perpetuitu:

$$V_E = \frac{Z}{R_E}. \quad (2.41)$$

2.7.1.2 Metody diskontovaných peněžních toků (DCF)

Tyto metody jsou rozšířené v USA a Velké Británii, ale začínají se prosazovat z důvodu globalizace i v jiných, než anglosaských zemích a v praxi existuje těchto metod celá řada. Společným a jednotícím znakem je, že tyto metody jsou založeny na odhadech budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Mezi hlavní měřítko při určování hodnoty podniku tedy patří budoucí volný peněžní tok, protože s rostoucím příjmem roste i hodnota oceňované firmy.

Tyto metody jsou založeny na určitých předpokladech, a to na efektivitě kapitálových trhů, složení kapitálové struktury z dluhu a vlastního kapitálu, existence pouze daně z příjmů a trvalé investování do odpisů.

Metody *DCF* patří k velmi využívaným metodám při oceňování podniku. Při použití těchto metod je však kladen důraz na splnění několika zásadních úkolů. Velmi důležité je správné vymezení budoucích peněžních toků vhodných pro ocenění, poté stanovení nákladu kapitálu, kterým bude peněžní tok diskontován a stanovení hodnoty podniku vybranou metodou ocenění.

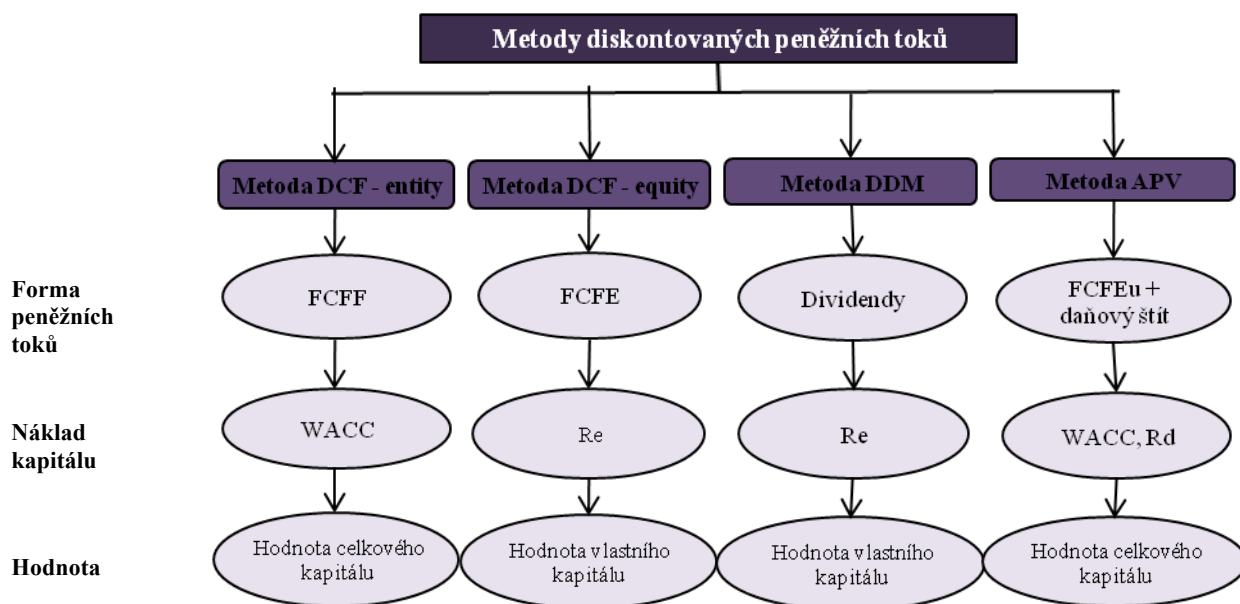
Před výběrem metody oceňování je důležitou podmínkou si nejdříve ujasnit, co budeme oceňovat, buď celkový kapitál nebo pouze vlastní kapitál a jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu.

Dle toho rozlišujeme také čtyři základní metody:

- metoda DCF-Entity,
- metoda DCF-Equity,
- metoda DDM (Dividend discount Model),
- metoda APV (Adjusted Present Value).

Charakteristika jednotlivých metod diskontovaných peněžních toků uvádí následující obrázek, přičemž u každé z jednotlivých metod jsou uvedeny formy peněžních toků a náklady kapitálu, které jsou použity u dané metody

Obr. č. 2.2: Varianty stanovení hodnoty zadluženého podniku metodami DCF



Zdroj: Dluhošová, D.: Finanční řízení a rozhodování podniku (2006)

V závěru lze říci, že metody diskontovaných peněžních toků se nejčastěji využívají v podobě *DCF-entity* a *DCF-equity*. Metoda dividendového diskontního modelu *DDM* je vhodná pro ocenění vlastního kapitálu v zemích s vyspělým a efektivním kapitálovým trhem a metoda *APV* je využita zejména v případě analýz vlivu zadluženosti na hodnotu podniku.

Důležitým znakem také je, jaké finanční toky se používají pro ocenění.

Metoda DCF-Entity

Tato metoda je založena na tocích podniku jako celku *FCFF* a při stanovení hodnoty podniku jako celku diskontujeme náklady celkového kapitálu *WACC*.

Propočet hodnoty podniku jako perpetuity je následující:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.42)$$

kde V vyjadřuje hodnotu podniku jako celku.

V praxi se jedná o nejčastěji používanou metodu a lze ji využít i pro ocenění jednotlivých divizí.

Metoda DCF-Equity

Využitím této metody je oceňován pouze vlastní kapitál, volné peněžní toky jsou pouze pro vlastníky $FCFE$ a jsou diskontovány jen nákladem vlastního kapitálu R_E . Výsledkem je tedy hodnota vlastního kapitálu a propočet hodnoty podniku jako perpetuity lze vyjádřit jako:

$$V = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.43)$$

kde V je hodnota vlastního kapitálu

Metoda DCF fázová

Metody DCF mají různou podobu, záleží především na typu volných peněžních toků FCF, na růstu v čase a na fázi vývoje podniku. V praxi se nejčastěji používají metody DCF dvoufázové, ovšem existují i třífázové a vícefázové.

U metody dvoufázové je pro stanovení hodnoty podniku rozděleno její trvání na dvě fáze. První fáze je vyčíslením současné hodnoty FCF v jednotlivých letech a vychází z předpokladu, že lze přesně odhadnout vývoj FCF na určité omezené období (nejčastěji 4 až 6 let).

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.44)$$

kde V_1 je hodnota podniku za první fázi, T je délka první fáze, t jsou jednotlivé roky, a R_1 jsou náklady kapitálu za první fázi.

V druhé fázi je předpoklad trvání podniku donekonečna a je obtížnější propočíst každodenní volné peněžní toky, a proto se pro druhou fázi provádí odhad konstantní výše

FCF , neboli uvažuje se zde s trendem vývoje volných finančních toků a také se zde pracuje s tzv. pokračující hodnotou.

Pokračující hodnota vyjadřuje hodnotu podniku za druhou fází k počátku druhé fáze nebo současná hodnota peněžních toků k první fázi.

Za předpokladu konstantních peněžních toků v druhé fázi je pokračující hodnota vyjádřena jako:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.45)$$

kde PH je pokračující hodnota, R_2 jsou náklady kapitálu v druhé fázi a jsou vždy vyšší, než náklady kapitálu uvedené v první fázi.

Předpokladem pro zjištění hodnoty podniku za druhou fází je nutno diskontovat pokračující hodnotu k datu oceňování.

Hodnota podniku za druhou fází je pak vyjádřena jako:

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.46)$$

Výsledná hodnota podniku se tedy určí jako součet hodnoty v první a druhé fázi jako:

$$V = V_1 + V_2, \text{ neboli } V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + PH \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (2.47)$$

Metoda DDM

Využitím této metody je oceňován vlastní kapitál a peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy, tedy peněžní tok pro vlastníky. V podstatě se jedná o modifikovaný model DCF , kde je použito místo FCF dividendy. Existuje jak verze s konstantním FCF , tak s rostoucím FCF , což je tzv. Gordonův model. Výpočet hodnoty podniku lze provést následovně:

$$V = \frac{DIV}{R_E}, \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.48)$$

kde DIV je dividendy a g je očekávaná míra růstu dividend donekonečna. Tento model je využit podniky, které dosahují zisku a stabilně vyplácí dividendy.

Metoda APV

Využitím tohoto modelu je oceněn celkový kapitál a finanční toky jsou tvořeny toky nezadlužené firmy $FCFE_U$. Tyto toky jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy R_E^U . Takto se získá hodnota nezadluženého podniku. Pro ocenění zadluženého podniku je nutno přičíst hodnotu daňového štítu TS , což znamená diskontovat daňový štít náklady dluhu R^D .

Hodnota firmy jako perpetuita je pak vyčíslena jako:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_E^U} + \frac{TS}{R^D}, \quad (2.49)$$

2.7.2 Majetkové metody ocenění

Princip u těchto metod spočívá v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů, kdy hodnota kapitálu je odvozována z reprodukčních cen, neboli tržního ocenění aktiv a veškerého majetku, který je oceňován.

2.7.2.1 Účetní metoda

Již z názvu je patrné, že tato metoda vychází přímo z účetní evidence podniku a vychází se zde tedy ze stavových veličin, které nám poskytuje rozvaha. Základem je ocenění fixního a oběžného majetku, závazků a dluhů v nominálním vyjádření. Nejprve se oceňují jednotlivé složky aktiv zvlášť a součtem těchto cen dostáváme souhrnné ocenění aktiv. Po odpočtu dluhů a závazků od aktiv je vyjádřena hodnota vlastního kapitálu.

$$\text{Úče. hodnota vlastního kapitálu} = \text{úče. hodnota aktiv} - \text{úče. hodnota závazků a dluhů}$$

Výhodou této metody je snadná dostupnost dat a jednoduchý výpočet. Nevýhodou je ovšem fakt, že aktiva jsou ohodnocena na bázi účetního ocenění a nejsou tak například zohledněna nehmotná aktiva.

2.7.2.2 Substanční metoda

Vychází z účetní metody a odstraňuje některé její nedostatky. Základem ocenění a předpokladu pokračování podniku v jeho činnosti by měla být reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv snižena o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění. Substanční hodnota podniku vyjadřuje souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a

závazků.

Výpočet substanční hodnoty lze znázornit následovně:

Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách

+ Výnos z prodeje nepotřebného majetku

= **Substanční hodnota brutto S_b**

- Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách

= **Substanční hodnota netto S_n** ⁹

V porovnání s účetní metodou má metoda substanční určité výhody. Při ocenění položek majetku jsou používány reprodukční pořizovací ceny a jsou tedy reflektovány tržní podmínky. Nevýhodou této metody je časová náročnost a fakt, že nebere v úvahu vliv současné a rovněž budoucí výnosnosti na hodnotu podniku, dále zde není zohledněna hodnota goodwillu a specifických nehmotných aktiv spojených s fungováním podniku jako celku.

2.7.2.3 Metoda likvidační hodnoty

Podstata spočívá zjištěním hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku. Předpokladem využití této metody je ukončení činnosti podniku a jednotlivá aktiva jsou rozprodána a veškeré závazky podniku jsou splaceny, včetně odměny likvidátora. Likvidační hodnotu lze chápat jako dolní hranici hodnoty podniku.

2.7.3 Komparativní metody

Komparativní metody, neboli metody tržního srovnání, jsou založeny na odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích.

Hodnotu firmy lze stanovit následovně:

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}}. \quad (2.50)$$

Podstatou této metody je určení multiplikátorů, pomocí nichž vyjádříme rozdíl mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků.

Výhodou metody je jednoduchost výpočtu a rychlost získání hodnoty. Ovšem nevýhodou je fakt, že s ohledem na odlišnosti mezi srovnatelnými podniky nevystačíme

⁹ Zdroj: Dluhošová, Dana: *Finanční řízení a rozhodování podniku* (2006)

pouze s danými multiplikátory.

2.7.4 Metody kombinované

Metody kombinované, někdy označované jako korigované výnosové metody je snaha o kombinaci ocenění majetkové a výnosové metody. Hodnota podniku je založena na průměru hodnot propočtených dle metod uvedených výše. V praxi jsou většinou užívány k syntéze výsledků ocenění. Obecně jej počítáme jako vážený průměr:

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.52)$$

kde w_i je váha přiřazená jednotlivým metodám, a V_i hodnota propočtená dle i -té metody.

Často dochází ke kombinaci ocenění výnosových a substančních metod, jelikož se zohledňuje majetková i výnosová stránka podniku. Tímto se částečně odstraní nedostatky metod substanční hodnoty, u níž nejsou zohledněny očekávané výnosy podniku a metody výnosové, jež nezachycuje skutečnou hodnotu využívaného majetku.

3 Finanční a strategická analýza podniku

Následující kapitola je zaměřena na popis a charakteristiku podniku Linet, s.r.o., SWOT analýzu, strategickou a finanční analýzu.

3.1 Představení a charakteristika podniku

Podnik Linet, s.r.o. vznikl v roce 1990 na zelené louce a dnes je jedničkou na domácím trhu zdravotnické techniky. Linet, s.r.o. patří k pěti největším výrobcům nemocničních lůžek na světě a je ve svém oboru nejdynamičtěji se rozvíjející firmou. Také ve světovém měřítku patří mezi elitu díky svým kvalitním produktům a originálním inovacím.

Produkty Linet s.r.o., jako nemocniční i ošetrovatelská lůžka, matrace i nábytek a další zdravotnické vybavení, se prodávají ve více jak 70 zemích světa na všech kontinentech.

Důkazem úspěchu podniku je řada ocenění v prestižních soutěžích. V roce 2003 zakladatel a ředitel firmy Zbyněk Frolík získal titul Podnikatel roku 2003 a v roce 2006 se stal Linet, s.r.o. firmou roku a zařadil se mezi 10 nejobdivovanějších českých firem. Rok 2008 přinesl firmě Linet, s.r.o. ocenění jako 7. Nejlepší nová česká značka od roku 1989, které vyhlašuje sdružení Czech Top 100, v němž se Linet, s.r.o. zařadil mezi podniky typu ČEZ, Škoda Auto nebo Kofola.

3.1.1 Základní údaje a předmět podnikání:

Obchodní jméno: LINET spol. s r.o.

IČO: 005 07 814

Sídlo: Slaný – Želevčice čp. 5

Datum zápisu do OR: 3. září 1990

Předmět podnikání:

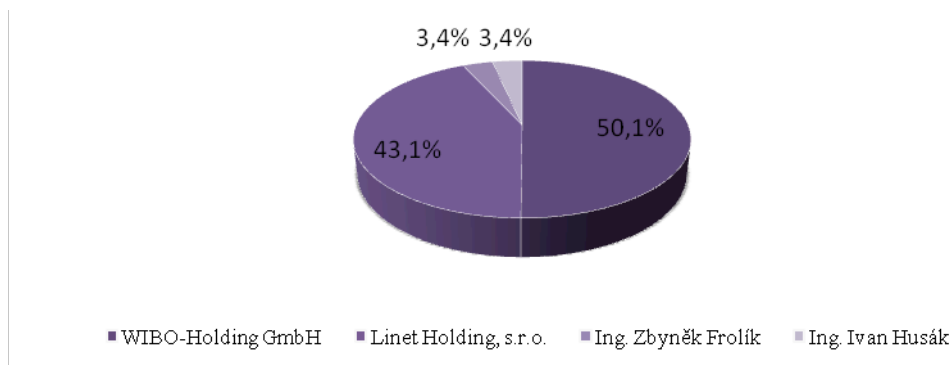
- výroba zdravotnických přístrojů a prostředků,
- velkoobchod,
- specializovaný maloobchod,
- ubytovací služby,
- výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd nebo společenských věd,
- pronájem a půjčování movitých věcí,

3.1.2 Vlastnická struktura

Osoby, jež se podílejí na základním kapitálu, jsou WIBO-Holding GmbH se sídlem společnosti v Německu s podílem 50,1%, Linet Holding, s.r.o. se sídlem v České republice a podílem 43,1%, Ing. Zbyněk Frolík, jehož podíl je 3,4% a Ing. Ivan Husák s podílem 3,4%.

Jednotlivé podíly zobrazuje následující obrázek:

Graf č. 3.1: Osoby podílející se na základním kapitálu (v %)



3.1.3 Dceřiné společnosti

Linet, s.r.o. má přímé zastoupení ve 36 zemích, skupina Linet – wissner-bosserhoff je ve světě zastoupena více než 50 dceřinými nebo partnerskými společnostmi.

Tab. č. 3.1: Dceřinné společnosti

Společnost	Podíl Linet	Právní forma	Sídlo	Země
Linet France	90,31%	a.s.	Tours	Francie
Desan Flex	25%	s.r.o.	Madrid	Španělsko
Linet Far East	40%	s.r.o.	Nicosia (Kypr)	Čína
Linet Italia	51%	s.r.o.	Brescia	Itálie
Linet UK	100%	s.r.o.	Portsmouth	Velká Británie
Linet Sweden	100%	a.s.	Taby	Švédsko

Zdroj: výroční zpráva firmy Linet, s.r.o. (2009)

Organizační schéma vedení vrcholového managementu Linet, s.r.o. je uvedeno v příloze č. 1.

3.2 SWOT ANALÝZA

SWOT analýza umožňuje přehledně formulovat strategické vize využitím silných stránek, odstraněním slabých stránek, rozvojem budoucích příležitostí a vyhnutím se riziku. Po konzultaci s odborným vedením podniku Linet, s.r.o. lze definovat tyto silné a slabé

stránky podniku, její příležitosti a hrozby.

Silné stránky:

- vlastní vývoj a inovace,
- výborné reference,
- dobrá pověst podniku a pozice na trhu,
- péče o zaměstnance a jejich další rozvoj,
- umístění v žebříčku „100 obdivovaných firem České republiky“,
- zařazení Linet, s.r.o. na celosvětovém trhu v oboru nemocničních lůžek mezi TOP4,
- realizace nových projektů a získání nových odběratelů,
- projekt nové generace „Portál Linet“ v informační technologii (on-line objednávky a reklamace).

Slabé stránky:

- nedostatek kvalifikovaných řídicích pracovníků a absolventů,
- s tím související dočasná reorganizace práce a efektivity,
- nesoulad mezi dobou splatnosti závazků a pohledávek z obchodních vztahů,
- závislost vývoje devizových kurzů na výši vstupních a prodejních cen (např. rychlé posílení koruny vede k poklesu prodejních cen a tedy poklesu přidané hodnoty) na základě významné proexportní orientaci firmy.

Příležitosti:

- expanze do dalších světových obchodních teritorií,
- výzkum a vývoj nových produktů dle poptávky trhu,
- rozvoj přímé obchodní sítě a zvýšení tržních podílů nejen v Evropě.

Hrozby:

- současná ekonomická situace,
- zvyšující se počet konkurence.

V závěru analýzy lze konstatovat, že úspěchy Linet, s.r.o. se promítají nejen do prestižních ocenění, ale i do zisku. Důvodem úspěšnosti podniku a jeho velice silnou stránkou, kterou je nutno brát dlouhodobě nejvíce v potaz, je především důraz na vlastní vývoj a inovace. Díky nim může podnik každoročně rozšířit své výrobní portfolio o několik nových, zcela originálních produktů, z nichž řada přinesla v oboru zásadní posun.

3.3 Strategická analýza podniku Linet, s.r.o.

V následující podkapitole je provedena strategická analýza, která je rozdělena na analýzu makroprostředí (vnější okolí podniku) a mikroprostředí (analýza vnitřních zdrojů a schopností).

Cílem strategické analýzy je identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, jež ovlivňují konečnou volbu cílů a strategii podniku.

3.3.1 Analýza makroprostředí

V závislosti na vývoji základních ekonomických ukazatelů, jež ovlivňují přímo nebo nepřímo situaci podniku, je sledován vývoj HDP, míra inflace, nezaměstnanosti a kurzu měny. Vývoj těchto základních ukazatelů a jejich predikce je důležitá zejména pro sestavení finančního plánu a jejich správná interpretace závisí na správnosti ocenění.

Před samotnou analýzou je nutné podotknout, že je velice obtížné s dostupnými znalostmi odhadnout délku a hloubku dopadu trvání globální finanční a ekonomické krize, proto predikce makroekonomických ukazatelů do budoucna se může minout účinkem a je tedy zaměřeno spíše na zhodnocení již zveřejněných minulých výsledků. Veškerá data byla čerpána z údajů českého statistického úřadu a české národní banky.

3.3.1.1 Vývoj HDP

Právě HDP patří mezi nejznámější makroekonomické ukazatele, jež můžou o krajině poskytnout určité informace. HDP, stručně řečeno, vyjadřuje, jak velké bohatství dokázala krajina vyprodukovat za určité časové období.

Tempo růstu HDP nám hovoří, jak rychle ekonomika napředuje. Pro každou krajinu je důležité dosahování vysokého tempa růstu, ovšem s ohledem na stabilní cenovou hladinu. Příliš vysoký růst může způsobit přehřátí ekonomiky a dochází tak k inflačním tlakům.

Tab. č. 3.2: Vývoj HDP v letech (2004 – 2009)

	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009
HDP v mld. Kč v BC	2 814,80	2 983,90	3 222,40	3 535,50	3 689,00	3 630,40
HDP v mld. Kč v SC	2 474,00	2 630,30	2 809,30	2 981,60	3 055,00	2 926,00
HDP v % meziročně reálně	4,5	6,32	6,81	6,13	2,46	-4,22

Zdroj: www.czso.cz

Hodnocení roku 2004

HDP v běžných cenách vzrostl v roce 2004 na 2 814,8 mld. Kč. Hlavním faktorem růstu HDP bylo připojení ČR k Evropské unii, což mělo příznivý dopad na rostoucí ekonomiku vlivem vnějšího sektoru.

K růstu HDP přispěl výrazně vývoj zahraničního obchodu, neboť vývoz zboží předstihl meziroční zvýšení dovozu a na nabídkové straně ekonomiky byl významný vývoj hrubých přidaných hodnot objemově významných odvětví.

Hodnocení roku 2005 a 2006

HDP vzrostl v roce 2006 meziročně reálně o 6,81%, tedy podobným tempem jako v roce 2005.

Na zvýšení celkového ekonomického výkonu se však v obou letech jednotlivé složky podílely odlišně. Klíčovou rolí ekonomického růstu v roce 2005 bylo výrazné zlepšení exportní výkonnosti, kdy vývoz převážil nad dovozem zboží ekonomiky. V roce 2006 to byly naopak výdaje na konečnou spotřebu a tvorba hrubého kapitálu se podílela na tvorbě ekonomickém růstu viz [5].

Hodnocení roku 2007 a 2008

HDP, jež je považován za nejsouhrnější indikátor vývoje ekonomiky, vzrostl v uplynulém roce 2007 meziročně reálně o 6,13%. Největší podíl na růstu HDP v reálném vyjádření měla zejména odvětví energetiky, zpracovatelského průmyslu a obchodu.

Výše HDP v roce 2008 byla ovlivněna několika okolnostmi, zejména tím, že Česká ekonomika se přibližně od poloviny roku 2007 nachází v sestupné fázi hospodářského cyklu, což se projevilo mělkým, avšak stále pokračujícím zpomalováním HDP.

Globální finanční krizi je nutné vzít v potaz i přesto, že Českou republiku v zásadě nezasáhla, ale vyvolala v celosvětovém měřítku pokles poptávky po zboží a službách. Pro exportně orientovanou českou ekonomiku z toho plynou odbytové potíže a s tím související

opatrnost komerčních bank k poskytování úvěrových produktů. Do výše HDP se projevil také dopad zákonů platných od ledna 2008 (zejména zavedení poplatků ve zdravotnictví, zvýšení daně z přidané hodnoty z 5 na 9% a růst spotřební daně u tabákových výrobků) a s tím spojené předzásobení veřejnosti zbožím i službami.

Vývoj a hodnocení roku 2009

HDP v roce 2009 klesl v úhrnu ve srovnání s rokem 2008 meziročně reálně o 4,2% a česká ekonomika tak zažila historický propad. V prvním čtvrtletí roku 2009 byl zaznamenán masivní pokles průmyslu a exportu.

Dopady finanční krize se projeví i v propadu vnějších zakázek a investic, kde veřejné výdaje a spotřeba domácností částečně tento propad korigovaly. Ke konci roku se projeví signály oživení v růstu zakázek se zahraničím, ovšem na obyvatelstvo dolehlo propouštění a zhoršení finanční situace a na stát zhoršení stavu veřejných financí. I situace ve firemní sféře je problematická a podniky vyčerpané krizí nemají dostatek zakázek, ztížený přístup k financím, jehož dopadem je, že neobnovují investiční aktivitu ani tvorbu pracovních míst.

Co lze očekávat v roce 2010

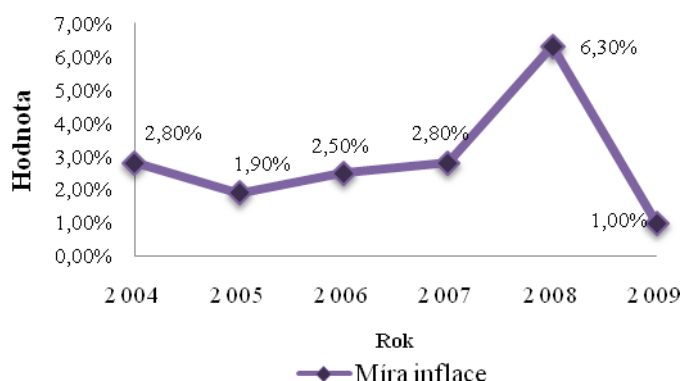
Do budoucna lze očekávat růst HDP v roce 2010 zhruba tempem „kolem jednoho procenta“ a v polovině roku 2010 by mohla mírně klesnout i nezaměstnanost. Optimismus pramení především z toho, že roste vývoz v Německu, ale i proto, že v Evropě se již čeká růst úrokových sazeb. Ovšem názory se různí a je možné očekávat také propad ekonomiky viz [2].

3.3.1.2 Míra inflace

Obecně míra inflace¹⁰ znamená růst cenové hladiny v čase a je měřena pomocí přírůstků indexu spotřebitelských cen.

¹⁰ **Míra inflace** (t/t průměr) vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za dvanáct měsíců roku proti průměrné cenové hladině dvanácti měsíců předchozího roku. Tyto průměry jsou počítány z bazických indexů spotřebitelských cen s cenovým základem prosinec 2005 = 100.

Graf č. 3.2: Vývoj míry inflace (v %)



Při pohledu do minulosti se v letech 2004 až 2007 vývoj míry inflace zdá poměrně stabilní a nízký. Průměrná meziroční míra inflace v roce **2004** ve výši **2,8%** byla ovlivněna zejména zvýšením cen potravin, nealkoholických nápojů a bydlení. Průměrná míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen v roce 2006 byla o 0,6 procentního bodu vyšší oproti roku **2005**, kde tato hodnota činila **1,9%**.

V roce **1998** dosáhla průměrná roční míra inflace **10,7%** a hodnota roku **2008** ve výši **6,3%** se tak stala druhou nejvyšší za posledních 10 let. Zvýšení inflace bylo ovlivněno řadou faktorů, mezi které patří zejména vzestup cen potravin, zvýšení sazby DPH z 5% na 9% u vybraného zboží a služeb, zvýšení spotřební daně u tabákových výrobků, zvýšení cen energií, regulovaného nájemného a zavedení regulačních poplatků ve zdravotnictví.

Průměrná míra inflace (vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen) v roce **2009** byla v porovnání s rokem 2008, kde hodnota byla 6,3%, pouze **1%**. Tato hodnota je statisticky druhou nejnižší od roku 1989, kde nižší průměrná míra inflace byla pouze v roce **2003** – **0,1%**. Výši inflace ovlivnila řada faktorů, jako pokles cen potravin a nealkoholických nápojů, pohonných hmot a automobilů. Ovšem nutno podotknout, že pokles cen se na konci roku 2009 zmírnil. Oproti tomu zpomalování cenového růstu se projevilo především v oddílech alkoholických nápojů a tabáku, bydlení, stravování a ubytování. Tržní ceny klesly celkem v úhrnu o 0,7% a regulované ceny vzrostly o 8,1%.

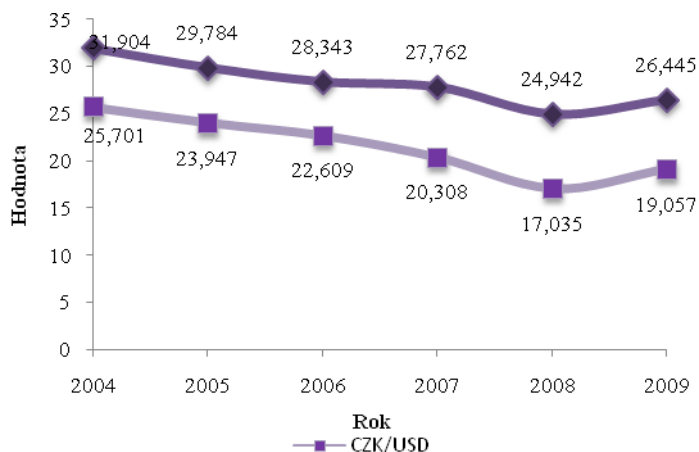
3.3.1.3 Měnové kurzy

V případě měnových kurzů jde převážně o dopady na zahraniční obchod a domácí cenovou hladinu. Obecně platí, že s posilováním měny dochází ke zdražování domácího zboží na zahraničních trzích a naopak ke zlevňování zahraničního zboží na domácím trhu. Neustálé

výkyvy kurzů negativně ovlivňují konečnou roční bilanci firmy, jelikož podnik Linet, s.r.o. spolupracuje se zahraničím, jehož hlavním platebním prostředkem je euro a to v poslední době zažilo mnoho výkyvů.

Z níže uvedeného grafu vyplývá, že nejdramatičtější pokles vývoje kurzu CZK/EUR¹¹ a CZK/USD¹² je zaznamenán v roce 2008.

Graf č. 3.3: Vývoj měnových kurzů



Koruna v roce 2008 byla nejrychleji posilující i nejdramatičtěji se oslabující měnou na světě. Vlivy na kurz jsou přitom kladeny nejen na ekonomickou situaci v dané zemi, ale i na situaci politickou a také psychologickou, jako jsou nálady globálních investorů a spekulantů. Poté co dorazily následky ekonomické krize do ČR, přestala být koruna bezpečná. Vůči euru zažil americký dolar v roce 2008 historické minimum.

Kurz české koruny se v roce 2009 pohybuje v rozpětí mezi **25 – 26 korunami za euro** a pro vývoj české ekonomiky by neměl být problém. Důležité je, že vývoj kurzu koruny je v současné době pozvolný a měna prudce neposiluje tak, jako v polovině roku 2008, kdy prudké posílení koruny způsobilo exportérům problémy a následkem toho ČNB snížila úrokové sazby.

Avšak po velkých výkyvech se koruna v poslední době stabilizovala.

Na závěr lze konstatovat, že koruna je v roce 2009 poměrně stabilní a i když vykazuje známky posilování vůči euru i dolaru, nejedná se o tak silné výkyvy, jako v roce 2008.

¹¹ průměr denních nominálních kurzů koruny vůči euru za rok

¹² průměr denních nominálních kurzů koruny vůči dolaru za rok

Výkyvy v letech následujících budou spíše krátkodobé a neměli by být vyšší, než o korunu do plusu či mínusu.

3.3.1.4 Míra nezaměstnanosti

Dalším ukazatelem vypovídajícím o stavu ekonomiky je nezaměstnanost, kde obecnou míru nezaměstnanosti uvádí následující tabulka.

Tab. č. 3.3: Vývoj míry nezaměstnanosti (v %)

	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009
Obecná míra nezaměstnanosti ILO	8,30%	7,90%	7,10%	5,30%	4,40%	6,70%

Zdroj: www.czso.cz

Ve sledovaném období 2004 až 2008, má míra nezaměstnanosti klesající tendenci. Největší pokles obecné míry nezaměstnanosti je zaznamenán v roce **2008**, jehož výše dosáhla **4,4%**. Tato hodnota byla jednou z nejnižších měr nezaměstnanosti v posledním desetiletí a její výše patřila k nejnižším ze všech členských zemí OECD. Její pokles byl dán především lepšími podmínkami pro získání práce v jarních a letních měsících, než celkovým zlepšením na trhu práce. Proto i přes tento razantní pokles je z dlouhodobého hlediska ve vyspělých mimoevropských zemích světa v době finanční krize míra nezaměstnanosti nižší, než v evropských zemích z důvodů lepšího podnikatelského prostředí (nižší daně, administrativa a regulace podnikání).

Rok 2009 se vyznačuje prudkým vzestupem úrovně nezaměstnanosti v České republice, jehož výše dosáhla **6,7%** a zvýšila se tak oproti předchozímu roku o 2,3 procentního bodu. Jedná se o největší meziroční pokles oproti roku 2008 od roku 1999.

Negativní vývoj se dotkl všech odvětví, přičemž nejvíce, dle českého statistického úřadu, zpracovatelského sektoru. Pro následující roky lze předpokládat další pokles pracovníků i v jiných odvětvích, jako v chemickém průmyslu, jež byl výrazně zasažen dopady globální recese, také v dopravním a elektrotechnickém průmyslu. Elektrotechnický průmysl, do něhož můžeme zařadit i firmu Linet, s.r.o., také není stabilizován a očekává se prohloubení další redukce pracovníků o 3 až 5%.

Skutečnost, že počet volných pracovních míst na jedno volné pracovní místo připadá v roce 2009 na 17,4 nezaměstnaných, není do budoucna moc příznivá.

Prohloubení nezaměstnanosti počátkem roku **2010** je také z důvodu sezonních faktorů charakteristických pro začátek roku a poté i stále dozívající hospodářskou recesí. Je nutné

tedy počítat s tím, že vývoj na trhu práce bude mít i pro letošní rok nepříznivé dopady jak pro spotřebitele, tak pro růst české ekonomiky jako celku. Ovšem je zde spousta faktorů, jež mohou míru nezaměstnanosti naopak zvýšit, např. záleží také na rychlosti, s jakou bude nastupovat ekonomické oživení Německa, jež je nejdůležitějším zahraničním partnerem ČR.

3.3.2 Analýza mikroprostředí

Podstatou této analýzy je porovnání podniku s odvětvím dle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE DL¹³).

Společnost Linet, s.r.o. se řadila dle klasifikace oborových činností (OKEČ – 33 výroba zdravotnických, přesných, optických a časoměrných přístrojů do ekonomické činnosti – 33.100 Výroba zdravotnických přístrojů a zařízení, chirurgických a ortopedických pomůcek). Dle CZ NACE DL- 32,50 výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb a 27 – výroba elektrických zařízení.

Pokud jsou potřebná data k dispozici, je možné provést komparaci s odvětvovými průměry. Srovnávaná data z porovnávaného odvětví byla čerpána z údajů Ministerstva průmyslu a obchodu ČR v letech 2004-2008.

Výroba elektrických strojů a zařízení patří v české ekonomice mezi rychle rostoucí odvětví a toto odvětví má velmi silný růstový potenciál díky svým know-how.

Vývoj tržeb v odvětví po současnot

Největší nárůst v daném odvětví zaznamenaly tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v oboru, kdy rok **2006** byl ve výši **7 916 mil. Kč**, rok **2007** ve výši **10 467 mil. Kč** a v roce **2008** dosahovala jeho výše **10 145 mil. Kč**. V prvním pololetí roku 2009 se již plně projevil vliv celosvětové hospodářské krize a došlo tak v odvětví k propadu tržeb. Na základě toho lze pouze konstatovat, že dle hospodářských výsledků podnik Linet, s.r.o. i přes tuto skutečnost dosahuje vysokých tržeb.

Do roku 2008 lze shrnout, že zaměstnanost v daném odvětví velice vzrostla, tím pádem i vývoz a zvýšila se tuzemská poptávka, jelikož nemocnice a další zdravotnická zařízení modernizovala svá vybavení. Linet, s.r.o. se stal pro mnoho významných nemocnic hlavním odběratelem, např. pro fakultní nemocnici MOTOL, Hradec Králové, České

¹³ Od 1.1.2008 nahrazena odvětvová klasifikace ekonomických činností (OKEČ) na klasifikaci ekonomických činností (CZ – NACE), která je vypracována dle mezinárodní statistické klasifikace ekonomických činností a je v souladu s EU.

Budějovice a spoustu dalších. V rámci Evropy jsou hlavním dodavatelem do zemí Rumunska, Bosny a Hercegoviny, Belgie, Portugalska, Španělska a dalších. Poté jsou hlavním dodavatelem na střední východ - Afrika, dálný východ - Austrálie a do jižní a severní Ameriky. Z tohoto pohledu se zdá být firma monopolní, ovšem konkurence na trhu existuje i přesto, že má firma stálé a věrné klienty.

Konkurence

Největším konkurentem v daném odvětví posuzovaných na základě vývoje hospodářských výsledků je firma SITRONICS TS, CZ, SIEMENS VDO Automotive s.r.o. a FOXCONN CZ s.r.o..

Na základě tržeb za vlastní výrobky a služby lze mezi hlavní konkurenci v odvětví zařadit firmu FOXCONN CZ, s.r.o., Panasonic AVC Networks Czech, s.r.o., FIC ZC, s.r.o. a další.

Vývoj zaměstnanosti v odvětví

Limitujícím faktorem pro rozvoj odvětví se v současné době jeví nedostatek kvalifikovaných pracovníků. Tento problém se dotýká i Linet, s.r.o., který tedy začal spolupracovat nejen s vysokými školami, ale i učilišti a vychovává si tak své budoucí pracovníky. V roce 2006 bylo v daném odvětví 8 331 zaměstnaných osob, 2007 – 8758 osob a v roce 2008 pak 9 639 osob.

Budoucnost odvětví

Z důvodů stále sílící poptávky v Evropě a Asii bude snahou posílit podniky kvalifikovanými pracovníky, což bude pro podnik důležité, aby pronikl výrazněji na tyto trhy.

Odvětví, do něhož řadíme Linet, s.r.o., je z hlediska lidských zdrojů velmi náročný na kvalifikaci svých zaměstnanců a měl by patřit do budoucna k velmi perspektivním oborům české ekonomiky.

Celkově by zaměstnanost v daném odvětví mohla v letech 2008 až 2020 vzrůst až o 7,60% a největší nárůst se očekává právě v odvětví, do něhož spadá firma Linet, s.r.o..

3.4 Finanční analýza

Využitím základních ukazatelů finanční analýzy bude popsán vývoj analýzy rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. Vychází se z auditovaných účetních výkazů podniku Linet, s.r.o. v letech 2004 až 2008 viz příloha [2 až 7].

3.4.1 Analýza rentability

Využitím ukazatelů rentability posuzujeme výnosnost vložených prostředků do podniku uvedených v následující tab. 3.4.

Tab. č. 3.4: Hodnoty ukazatelů rentability

Ukazatele rentability	2004	2005	2006	2007	2008	Vzorec
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	52,24%	37,69%	51,13%	35,17%	4,31%	(2.1)
Rentabilita aktiv (ROA)	37,62%	36,50%	43,98%	31,51%	3,71%	(2.2)
Rentabilita celk. investov. kapitálu (ROCE)	57,72%	44,69%	54,10%	38,67%	5,69%	(2.3)
Rentabilita tržeb (ROS)	16,80%	19,15%	21,07%	19,98%	2,23%	(2.4)

V letech 2004 až 2007 dosahuje *ROE* oproti prudkému poklesu v roce 2008 kladných a vysokých hodnot. V roce 2008 je zaznamenán extrémní propad této veličiny způsobený snížením čistého zisku v daném roce.

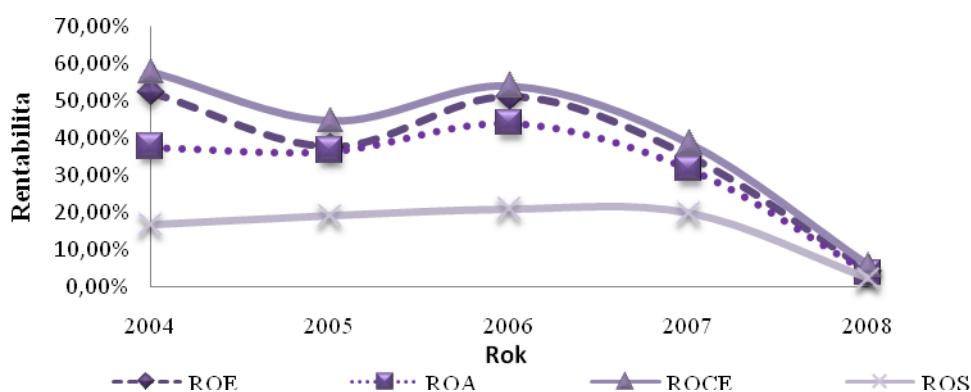
Obecně platí, že hodnota *ROE* by měla být vyšší než rentabilita aktiv *ROA* a tato podmínka je za celé sledované období splněna a podnik dokáže efektivně zhodnotit to, co do ní vložili vlastníci. Vývoj ukazatelů *ROA*, neboli výnosnosti celkového kapitálu (vlastního i cizího), dosahuje v letech 2004 až 2007 vysokých a poměrně stabilních hodnot. Nejvyšší hodnota byla zaznamenána v roce 2006, kde tato hodnota vyjadřuje zhodnocení 0,44 Kč z každé koruny vložené do majetku podniku.

Ukazatel rentability dlouhodobě investovaného kapitálu *ROCE* dosahuje nejvyšší hodnotu v roce 2004 a hodnotí nám výnosnost *VK* s dlouhodobými zdroji.

U rentability tržeb *ROS* dochází ke stejnému kolísavému průběhu jako u předchozích ukazatelů. Využitím tohoto ukazatele lze vyjádřit čistý zisk na 1 Kč tržeb. Z toho tedy vyplývá, že na 1 Kč tržeb připadá v roce 2004 až 2007 asi 20 haléřů zisku, v roce 2008 pouze 2 haléře zisku.

Vývoj jednotlivých rentabilit zobrazuje následující graf č. 3.4.

Graf č. 3.4: Vývoj ukazatelů rentability



V závěru lze konstatovat, že firma je za celé sledované období rentabilní a výsledek hospodaření se i přes výrazný vzestup v roce 2008 nedostal do záporných hodnot.

3.4.2 Analýza aktivity

Ukazatelé aktivity vyjadřují vázanost kapitálu v různých formách aktiv.

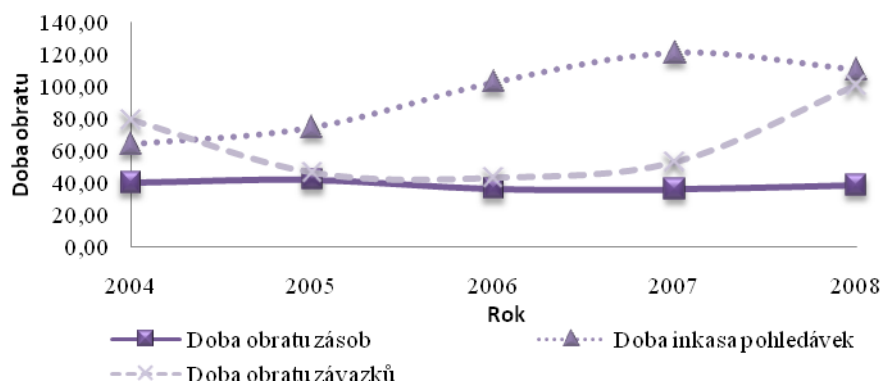
Tab. č. 3.5: Hodnoty ukazatelů aktivity (ve dnech)

Ukazatelé aktivity	2004	2005	2006	2007	2008	Vzorec
Rychlost obratu celk. kapitálu	1,59	1,42	1,56	1,25	1,19	(2.5)
Doba obratu zásob	39,83	41,85	36,32	35,78	38,40	(2.6)
Doba inkasa pohledávek	63,81	73,98	102,34	120,55	110,14	(2.7)
Doba obratu závazků	78,93	46,33	43,11	52,85	100,56	(2.8)

Rychlost obratu celkového kapitálu *ROCK* se postupně snižuje, výjimkou je rok 2006. Obecné pravidlo je, že čím je ukazatel vyšší, tím efektivněji podnik využívá svůj majetek a konkrétní doby obratu vyčíslují, za kolik dnů dokáže firma přeměnit svůj majetek v tržby.

V průměru 38 dnů za sledované období ležely zásoby na skladě, což je vcelku příznivá situace vypovídající o dobré zásobovací politice ve firmě. Doba obratu pohledávek *DOP* by měla být nižší, než doba obratu závazků *DOZ*, což není splněno v roce 2005 a 2008. Dochází tedy k porušování pravidla solventnosti a podnik uhrazuje svoje závazky až s maximálním 68 denním zpožděním.

Graf č. 3.5: Vývoj doby obratu



Pro hodnocení doby obratu lze konstatovat, že dosažené hodnoty mají převážně rostoucí tendenci a více než 90 denní doby obratu jsou velmi vysoké, což vypovídá o neefektivním hospodaření podniku.

3.4.3 Finanční stabilita firmy

Tato kapitola je zaměřena na skupinu ukazatelů finanční stability nebo také zadluženosti, jež hodnotí finanční strukturu podniku.

Tab. č. 3.6: Hodnoty ukazatelů finanční stability (v %)

Ukazatelé zadluženosti	2004	2005	2006	2007	2008	Vzorec
Ukazatel věřitelského rizika	49%	28%	36%	29%	37%	(2.9)
Ukazatel podílu vlast. zdrojů na aktivech	51%	72%	64%	71%	61%	(2.10)
Zadluženost vlast. zdrojů	96%	38%	55%	41%	60%	(2.11)
Úrokové krytí	4497%	7513%	15068%	26475%	11235%	(2.12)

Ukazatel věřitelského rizika *UVR*, neboli celková zadluženost podniku, charakterizuje finanční strukturu zdrojů krytí. Nejvyšší nárůst dluhu byl zaznamenán v roce 2004, což vypovídá o tom, že každá 1Kč investovaná do majetku je kryta z 49% cizích zdrojů. V roce 2005 je hodnota nejnižší, a to 28%-ní podíl cizích zdrojů na celkovém kapitálu, z něhož je financován majetek firmy.

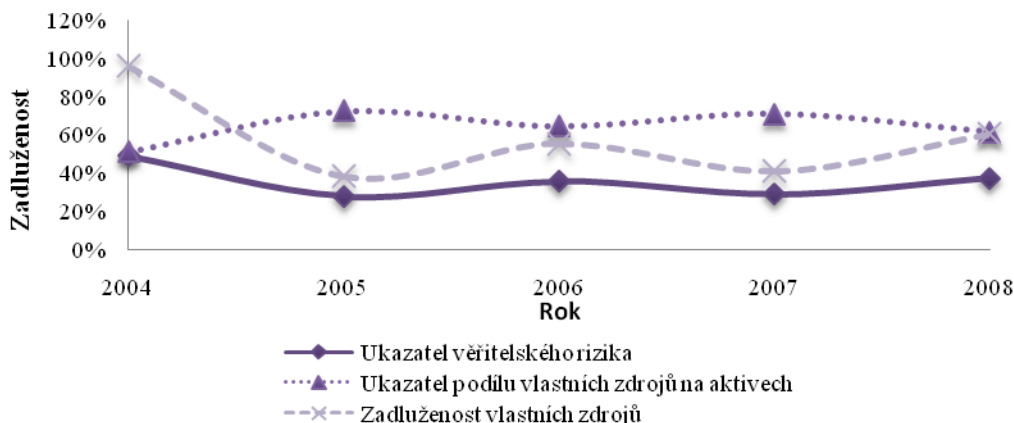
Nejkritičtějším rokem je rok 2004. Důvodem je nárůst cizích zdrojů, v němž mají největší váhu bankovní úvěry a krátkodobé závazky. Bankovní úvěr se za sledované období snižuje a v roce 2008 je firmou plně splacen.

Ukazatel podílu vlastních zdrojů na aktivech *VZA* hodnotí finanční a hospodářskou stabilitu podniku, která se vyvíjí kolísavým tempem a je doplňkem k *UVR*, jehož součet by měl dávat 1.

Tento ukazatel vyjadřuje, jak jsou aktiva podniku financována z vlastních zdrojů. Do roku 2006 je zaznamenán mírný pokles, poté následuje opět nárůst tohoto ukazatele.

Hodnoty ukazatele zadluženosti vlastních zdrojů *UVZ* jsou i přes kolísavost poměrně stabilní a nízké. Vysoké a rostoucí hodnoty úrokového krytí vyjadřují velmi příznivou situaci pro danou firmu, z čehož vyplývá, že nákladové úroky jsou několikanásobně kryty.

Graf č. 3.6: Vývoj ukazatelů zadluženosti



3.4.4 Analýza likvidity

Likviditou obecně rozumíme schopnost firmy hradit své závazky a získat dostatek peněžních prostředků na provedení potřebných plateb.

Tab. č. 3.7: Hodnoty ukazatelů likvidity

Ukazatelé likvidity	2004	2005	2006	2007	2008	Vzorec
Celková likvidita	1,57	3,02	3,49	3,76	1,78	(2.13)
Pohotová likvidita	1,06	2,12	2,64	3,09	1,40	(2.14)
Peněžní likvidita	0,25	0,52	0,27	0,80	0,31	(2.15)

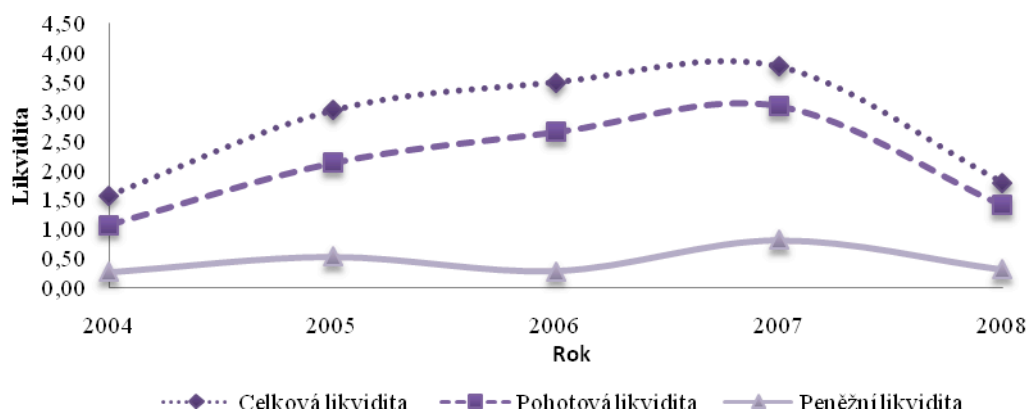
Hodnota celkové likvidity by měla být v intervalu 1,5 až 2,5, kde je tato podmínka splněna v roce 2004 a 2008 a lze konstatovat, že podnik své krátkodobé dluhy v době splatnosti kryje z *OA*.

Pohotová likvidita by měla dosahovat hodnoty v intervalu 1,0 až 1,5, což podnik dosahuje v prvních dvou letech a roce posledním.

Peněžní, neboli okamžitá likvidita, jejíž doporučené hodnoty se pohybují v rozmezí 0,9 až 1,1, vypovídají o možném problému podniku při splácení svých závazků. Faktem je, že v porovnání se závazky má podnik kriticky málo pohotových peněžních prostředků.

Jednotlivé aktivity zobrazuje níže uvedený graf č. 3.7.

Graf č. 3.7: Vývoj ukazatelů likvidity



V závěru lze konstatovat, že vývoj ukazatelů likvidity je velice skokový a nedosahuje v mnoha případech požadované výše vymezených intervalů, což může být negativním signálem pro podnik a ten by se měl zaměřit na řízení peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena platební schopnost firmy.

3.4.5 Posouzení celkové finanční situace podniku Linet, s.r.o.

Podnik Linet, s.r.o. funguje na trhu několik let a jeví se jako podnik s velkým růstovým potenciálem. Za sledované období 2004 až 2008 nemá záporný výsledek hospodaření. I přes fakt působení globální a ekonomické finanční krize si podnik dokázal udržet své dobré jméno, zákazníky a především, dalo by se říci v daném posuzovaném roku, bezkonkurenční pozici na tuzemském trhu.

Růstový potenciál firmy se především projevuje ve výši tržeb a tím i zvýšení objemu zakázek. Vývoj makroekonomických ukazatelů měl vliv na snížení výsledku hospodaření, který si však firma dokázala i přesto udržet na kladné úrovni. V budoucnu se očekává ustálení devizových kurzů a společnost předpokládá další nárůst tržeb. Podnik je rentabilní, což potvrdil výpočet ukazatelů rentability. Podnik by se však měl zaměřit na snížení doby obratu pohledávek, aby nedocházelo k pozdní platbě závazků a na zvýšení svých pohotových prostředků, aby neohrožoval svoji platební schopnost.

4 Stanovení hodnoty podniku

Cílem této kapitoly je sestavení finančního plánu a ocenění podniku Linet, s.r.o. vybranými metodami za účelem zjištění hodnoty podniku pro potřeb jejich majitelů. Ocenění bude provedeno k 1. lednu 2009 a data, z nichž se bude vycházet, jsou v návaznosti na předchozí zjištěné výsledky.

Výpočet bude proveden využitím vybraných výnosových metod, metodou DCF-Equity a metodou kapitalizovaných zisků jak v paušální, tak analytické verzi.

U metody DCF-Equity a metody kapitalizovaných zisku ve verzi analytické se jedná o ocenění dvoufázové, kde první fáze ocenění trvá pět let začátkem roku 2009 a druhá fáze začíná rokem 2014 a trvá donekonečna.

Pro účely ocenění jsou využity dva způsoby výpočtu nákladů kapitálu, které diskontují peněžní toky pro vlastníky. Prvním způsobem je výpočet využitím tržního modelu CAPM a druhá sazba je vyčíslena na základě komplexní stavebnicové metody podle Mařík (2003).

4.1 Finanční plán

Základem pro ocenění výnosovými metodami je sestavení finančního plánu. Plán je zkonstruován na dobu šesti let počínaje rokem 2009 až do roku 2014. Při jeho sestavování jsou podkladem auditované výsledky hospodaření (viz příloha 2 – 5) a vývoj makroekonomických ukazatelů zjištěných v předchozí kapitole, jelikož v současné ekonomické situaci se nelze opírat pouze o podklady od managementu a jeho vizím do budoucna.

4.1.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty zobrazuje jakého výsledku podnik dosáhl za sledované období a je velmi důležitý pro samotné ocenění. V roce 2008 došlo k celosvětové finanční krizi, která v ČR způsobila krizi ekonomickou. Vše je propojeno se vším a lze sledovat, že i pro podnik Linet, s.r.o. se rok 2008 kriticky promítnul ve výsledku hospodaření. V roce 2009 se domácí ekonomika pomalu odpoutává ode dna recese a lze tedy předpokládat pozitivnější výhled do budoucna.

4.1.1.1 Plán tržeb

Při plánování budoucích tržeb je nutné vycházet také z vývoje makroekonomických ukazatelů, jelikož rok 2008 byl rokem kritickým v důsledku ekonomické krize. Pokud by byl proveden plán tržeb meziročně pouze z hospodářských výsledků bez přihlédnutí k makroekonomickým ukazatelům, nebyly by zohledněny makro vlivy a tržby by se vyvíjely podstatně rychleji. Ovšem tento plán by byl vzhledem k přihlédnutí k současné ekonomické situaci nereálný.

S přihlédnutím k historickým datům a zdrojům z českého statistického úřadu, ale i výhledům a současné ekonomické situaci, je vytvořena predikce HDP uvedena v tab. 4.1:

Tab. č. 4.1: HDP reálný (ve stálých cenách) a HDP nominální (v běžných cenách)

HDP	2009	2010	2011	2012	2013	2014
HDP v mld. Kč v b.c.	3 630,40	3 623,00	3 812,00	4 015,00	4 207,00	4 210,10
HDP v mld. Kč v s.c.	2 926,00	2 917,00	3 000,00	3 099,00	3 101,00	3 201,00
HDP v % reálně	-4,2	-0,3	2,8	3,3	0,1	3,2

Rok 2009 je skutečně zveřejněnou hodnotou a v dalších letech jsou změny odhadnuty s přihlédnutím na současnou ekonomickou situaci.

Tržby za vlastní výrobky a služby v oddílu CZ NACE-DL¹⁴ byly převedeny na hodnoty v mld. Kč a v níže uvedené tabulce je proveden vážený podíl daného odvětví na HDP, kde nejnižší váha je přiřazena období nejstaršímu a nejvyšší váha období nejvyššímu.

Tab. č. 4.2: Výpočet váženého podílu odvětví CZ NACE DL na HDP

	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008
HDP v mld Kč v b.c.	2 814,8	2 983,9	3 222,4	3 535,5	3 689,0
Tržby za prodej vl.výrobků a služeb CZ NACE DL v b.c. v mld. Kč	40,8	40,8	45,9	55,3	59,6
Podíl CZ NACE DL na HDP	1,5%	1,4%	1,4%	1,6%	1,6%
Váha	1	2	3	4	5
Podíl CZ NACE DL na HDP * Váha	1,5%	2,7%	4,3%	6,3%	8,1%
Součet podílů	22,8%				
Součet vah	15				
Vážený podíl	1,52%				

¹⁴ Viz www.mpo.cz

Vážený podíl 1,52% CZ NACE-DL na HDP je použit pro predikci v letech 2009 – 2014 a během plánovaného období zůstává procento konstantní.

Lze tedy vypočítat na základě tohoto váženého podílu předpokládané tržby za vlastní výrobky a služby v odvětví CZ NACE-DL tak, že vážený podíl 1,52% vynásobíme predikovanou výší HDP v b.c. v následujících letech tab. 4.4.

V neposlední řadě je nutné pro zjištění meziročního tempa růstu tržeb vypočíst vážený podíl tržeb za vlastní výrobky a služby podniku Linet, s.r.o. na podílu odvětví CZ NACE DL.

Tab. č. 4.3: Výpočet váženého podílu tržeb firmy Linet, s.r.o. na podílu odvětví

	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb CZ NACE DL v mld. Kč.	40,8	40,8	45,9	55,3	59,5
Tržby z prodeje vl. výrobků a služeb v mld. Kč	0,921	0,949	1,371	1,435	1,548
Podíl tržeb na výkonu CZ NACE DL	2,3%	2,3%	3,0%	2,6%	2,6%
Váha	1	2	3	4	5
Podíl Tržeb * váha	2,3%	4,7%	9,0%	10,4%	13,0%
Součet podílů	39,3%				
Součet vah	15				
Vážený podíl	2,62%				

Na výkonu odvětví se tržby podniku Linet, s.r.o. podílí ve výši 2,62% a pro plánované období jsou předpokládány jako konstantní.

Předpokládané tržby za vlastní výrobky a služby pro daný podnik se vyjádří jako vážený podíl tržeb na podílu v odvětví 2,62% vynásobením plánovaných tržeb za vlastní výrobky a služby v odvětví CZ NACE DL tab. 4.4.

Poté je provedeno prosté meziroční tempo růstu tržeb podniku v letech 2009 až 2014, ovšem pro rok 2009 je nutno upravit meziroční změnu vzhledem k současné ekonomické situaci a k daným vizím managementu pro tento rok, pro další roky je opět nutné spoléhat se pouze na predikci ekonomickou.

Meziroční změna tržeb je vypočtena z predikované absolutní hodnoty tržeb.

Tab. č. 4.4: Plán tržeb

	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
Tržby za vlastní výrobky a služby CZ NACE DL v mil. Kč. v závislosti na vývoji HDP	55 135	55 023	57 893	60 976	63 892	63 939
Podíl tržeb na podílu v odvětví CZ NACE DL v mil. Kč	2,62%	2,62%	2,62%	2,62%	2,62%	2,62%
Tržby Linet, s.r.o.	1 442,7	1 439,8	1 514,9	1 595,6	1 671,9	1 673,1
Meziroční změna vypočtená	-6,78%	-0,20%	5,22%	5,33%	4,78%	0,07%
Meziroční změna upravená	-2,50%	-0,20%	5,22%	5,33%	4,78%	0,07%
Tržby Linet, s.r.o. v tis. Kč	1 509 042,6	1 505 966,7	1 584 528,0	1 668 908,7	1 748 717,0	1 750 005,6

V roce 2009 a 2010 je předpokládán pokles tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb ve srovnání s rokem 2008, kde tržby činily 1 547 736 tis. Kč z důvodu poklesu ekonomiky jako celku. Jelikož toto odvětví je postiženo i nadále recesí, je nutno předpokládat, že dojde v těchto letech 2009 a 2010 ke snížení dodávek a také poklesu tržeb. Za hlavní cíl si firma klade zvýšení tržeb, což je v letech 2011 až 2014 splněno.

4.1.1.2 Plán nákladů

Tržby za prodej zboží jsou plánovány se stejnou meziroční změnou jako u tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a na základě pevného podílu nákladů na tržbách v letech předcházejících 2004 až 2008 a následným aritmetickým průměrem těchto hodnot je získáno procento nákladů z tržeb ve výši 69,77%.

Tab. č. 4.5: Plán nákladů vynaložených na prodej zboží (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží v tis. Kč	178 975	178 610	187 928	197 935	207 401	207 554
Procento nákladů	80%	80%	69,77%	69,77%	69,77%	69,77%
Náklady na prodej zboží v tis. Kč	143 180	142 888	131 120	138 102	144 707	144 813
Obchodní marže v tis. Kč	35 795	35 722	56 808	59 833	62 694	62 740

Pro rok 2009 a 2010 je zohledněna skutečnost ekonomické krize a aby si podnik udržel své zákazníky a svůj objem tržeb, bude v těchto dvou letech snižovat obchodní marži, která je získána rozdílem tržeb a nákladů. Pro rok 2009 a 2010 jsou tedy předpokládány náklady ve výši 80% v následujících letech je vypočtená hodnota konstantní ve výši 69,77%.

4.1.1.3 Přidaná hodnota

Přidanou hodnotu lze chápat jako „čisté bohatství“ vytvořené podnikem. Jedná se o peněžně vyjádřenou hodnotu výkonů, kterou podnikatelský subjekt vložil do obchodní a

výrobní činnosti po očištění pořízeného materiálu od dodavatelů, energie, služeb atd. Přidaná hodnota je součtem obchodní marže a výkonů a odečtením výkonové spotřeby.

Tab. č. 4.6: Přidaná hodnota (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Obchodní marže	35 795	35 722	56 808	59 833	62 694	62 740
Výkony	1 519 476	1 516 379	1 595 483	1 680 447	1 760 808	1 762 105
Výkonová spotřeba	984 996	999 584	1 019 341	1 040 070	1 060 173	1 068 285
Přidaná hodnota	570 275	552 517	632 950	700 210	763 329	756 561

Plán obchodní marže je uveden v tab. 4.5.

Výkony

Mezi výkony patří *tržby za prodej výrobků a služeb* uvedené v tab. 4.4., *změna stavu zásob vlastní činnosti*, kde vývoj této položky je plánován, s přihlédnutím k minulému vývoji a konzultaci s vedením podniku, jako *nulový* a *aktivace*, která je plánována stejnou meziroční změnou jako tržby za vlastní výrobky a služby.

Výkonová spotřeba

Spotřeba materiálu a energie zahrnuje spotřebu v souvislosti s výrobou kovových konstrukcí ve vlastní režii a je předpokládán každý rok procentní nárůst z důvodu zdražování energie. Zdražování energie a spotřeba materiálu je dražší v letech 2009 a 2010, proto sazba 2% v ostatních letech meziroční tempo růstu 1%. *Služby* jsou ve firmě chápány jako skladování, rozvoz a instalace lůžek se stejným meziročním nárůstem jako tržby.

Přidaná hodnota v letech 2009 a 2010 klesla oproti roku 2008, jehož výše byla 658 990 tis. Kč a to z důvodu negativního vývoje vstupních cen a poklesu prodejních cen způsobených rychlým posílením koruny na základě proexportní orientaci podniku. V dalších letech je předpokládán opět nárůst.

4.1.1.4 Plán osobních nákladů

Osobní náklady jsou součtem mzdových nákladů, odměn členů statutárních orgánů, nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a sociálních nákladů.

Mzdové náklady

Nejdříve je určen plánovaný počet zaměstnanců, kde výchozím rokem je rok 2008 a poté jsou vyčísleny mzdové náklady.

Tab. č. 4.7: Plán počtu zaměstnanců a mzdových nákladů

	2 009	2010	2011	2012	2 013	2014
Počet zaměstnanců	525	523	551	580	608	608
Průměrný roční výdělek zaměstnance	385 191	389 043	396 824	404 760	412 856	421 113
Plán mzdových nákladů ročně celkem	202 052	203 657	218 566	234 810	250 959	256 167

Plánovaný počet zaměstnanců vychází z meziroční změny tržeb, jelikož počet pracovníků je závislý na výši tržeb v podniku.

Průměrný výdělek vychází z roční mzdové valorizace ve výši 1% z důvodů rostoucí nezaměstnanosti v roce 2009 a 2010, kdy lidé přijímají pracovní nabídky i za nižších mzdových podmínek. Pro ostatní roky je předpokládána valorizace ve výši 2%.

Odměny členům orgánů společnosti a družstva jsou na základě předchozího vývoje stanoveny za nulové.

Náklady na sociální zabezpečení je členěno na nemocenské, důchodové pojištění a pojištění na státní politiku zaměstnanosti placenou podnikem. Po novelizaci zákona v roce 2009 jsou sazby 2,3% 21,5% a 1,2% celkem tedy 25%. Pojistné na všeobecné **zdravotní pojištění** je 9% z vyměřovacího základu. Celková výše nákladů na zdravotní a sociální zabezpečení, které je zaměstnavatel povinen platit za své zaměstnance, je v roce 2009 34% z vyměřovacího základu (hrubá mzda = mzdový náklad) a v letech následujících je předpokládána stejná sazba.

Sociální náklady zahrnují mimo jiné náklady na bezpečnost a ochranu zaměstnanců, hygienické vybavení a stravování. Předpokladem je meziroční růst pro první dva roky 1%, jelikož náklady na bezpečnost a stravování zaměstnanců jsou v prvních dvou letech nižší z důvodu propouštění zaměstnanců, v dalších letech 2%.

Tab. č. 4.8: Plán osobních nákladů (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mzdové náklady	202 052	203 657	218 566	234 810	250 959	256 167
Náklady na soc. zabezp. a zdrav. poj.	68 698	69 243	74 313	79 835	85 326	87 097
Sociální náklady	4 351	4 395	4 482	4 572	4 664	4 757
Osobní náklady	275 101	277 294	297 361	319 217	340 949	348 021

Z tabulky je patrný vzestup osobních nákladů a oproti roku 2008, kdy tato hodnota byla ve výši 268 663 tis. Kč., nedošlo v letech kritických k poklesu osobních nákladů.

4.1.1.5 Ostatní významné položky provozního výsledku hospodaření

Provozní výsledek hospodaření je rozdíl mezi provozními výnosy a náklady.

Provozní výsledek hospodaření je součtem přidané hodnoty snížené o osobní náklady, daně a poplatky a odpisy *DNM* a *DHM*. Poté jsou přičteny tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu snížené o zůstatkovou cenu tohoto majetku a změnu stavu rezerv a opravných položek. Poslední položka je rozdíl mezi ostatními provozními výnosy snížené o ostatní provozní náklady. Provozní výsledek hospodaření je uveden v tab. 4.9 a výše položek podílející se na jeho výši je uvedena v příloze (2 až 8).

Odpisy DHM a DNM jsou vypočteny procentuálně metodou pevného podílu na dlouhodobém majetku v roce těsně předcházejícím. Předpokladem tedy je, že odpisy tvoří vždy 11% z plánované hodnoty DM.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Plán této položky je stanoven z meziroční změny tržeb, ovšem meziroční změna se vyvíjí opačným směrem než tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb (1 – meziroční změna tržeb).

Zůstatková cena prodaného dld. majetku a materiálu je stanovena na základě pevného podílu zůstatkové ceny na tržbách z prodaného materiálu v letech předcházejících a následným aritmetickým průměrem je vypočtena hodnota ve výši 59%. Zůstatková cena je plánována vynásobením procenta a plánované výše tržeb z prodeje materiálu.

Změna stavu rezerv a opravných položek je v plánovaném období konstantní, vychází z minulého vývoje a je váženým průměrem hodnot sledovaného období, kde nejnižší váha je přiřazena období nejstaršímu a nejvyšší váha období nejnovějšímu. Tato položka obsahuje rozdíl mezi konečným a počátečním stavem rezerv, opravných položek a komplexních nákladů příštích období. Podnik nekalkuluje s rezervami ani opravnými položkami a jsou v této položce zahrnuty pouze náklady příštího období.

4.1.1.6 Významné položky Finančního výsledku hospodaření

Následující podkapitola uvádí rozbor nejdůležitějších položek, které se podílely na plánovaném finančním výsledku hospodaření. Finanční výsledek hospodaření se zjišťuje jako rozdíl mezi finančními výnosy a náklady a je výsledkem finanční činnosti podniku. Finanční výsledek hospodaření zobrazuje tab. 4.9.

Výnosové úroky jsou plánovány jako pevný podíl na dlouhodobém finančním majetku z roku těsně předcházejícího 2008. Pro všechny plánované roky je výše úroků vždy 6% z dlouhodobého finančního majetku v plánovaných letech.

Nákladové úroky jsou počítány ze stavu úvěru v předcházejícím období vzhledem k tomu, že poslední splátka úvěru je v roce 2008 a do budoucna se nepředpokládá další úvěr, jsou nákladové úroky plánované jako konstantní a nulové.

Ostatní finanční výnosy/náklady jsou plánovány se stejnou meziroční změnou jako tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb a zahrnují zejména kurzové zisky/ztráty, nároky na náhrady manka a schodek na finančním majetku.

4.1.1.7 Plán výsledku hospodaření

Na základě předchozího plánovaného vývoje a vizí podniku do budoucna byly stanoveny jednotlivé položky podílející se na výsledku hospodaření.

Tab. č. 4.9: Plán výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Provozní výsledek hospodaření	274 526	250 268	305 327	345 121	380 685	361 003
Finanční výsledek hospodaření	39 749	29 867	19 452	6 522	-9 101	-26 830
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
VH před zdaněním	314 276	280 135	324 780	351 643	371 584	334 173
Daň z příjmů právnických osob	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Daň z příjmů	59 712	53 226	61 708	66 812	70 601	63 493
VH po zdanění	254 563	226 910	263 072	284 831	300 983	270 680

Z výše uvedené tabulky je patrné, že u **provozního výsledku hospodaření** došlo k poklesu oproti roku 2008, kde jeho výše byla 350 136 tis. Kč, ovšem v letech následujících je plánován vzestup této položky a v roce 2013 již tato hodnota převyšuje hodnotu v roce 2008.

Finanční výsledek hospodaření se postupně snižuje až v letech 2013 a 2014 a dosahuje záporných hodnot. VH z finanční činnosti odráží ekonomický prospěch rozhodnutí ze zvoleného způsobu financování podniku a jeho finančními operacemi.

Mimořádný výsledek hospodaření zahrnuje náklady a výnosy z mimořádných událostí a je stanoven na základě předchozích dat jako nulový.

Součtem výsledku hospodaření za provozní, finanční a mimořádnou činnost

dostaneme *výsledek hospodaření před zdaněním*.

Daň z příjmů právnických osob, jejíž sazba vychází z platné daňové legislativy, je pro rok 2009 19% a je plánována do budoucna jako konstantní.

Výsledek hospodaření po zdanění, neboli čistý zisk podniku Linet, s.r.o. uveden v tis. Kč, je poměrně stabilní a i přes důsledky a dopady ekonomické a finanční krize si podnik zachoval své jméno a dokázal se prosadit na trhu, kde strategicky snížil náklady a dopady pro podnik nebyly tak drtivé.

Detailnější plán výkazu zisku a ztráty je uveden v příloze č. 8.

4.1.2 Finanční plán rozvahy

Rozvaha podává přehled o majetku podniku (aktivech) a zdrojích jeho krytí (pasivech) v peněžním vyjádření k určitému datu a umožňuje tak posoudit finanční pozici podniku. Zobrazuje hodnoty platné k určitému okamžiku a musí splňovat základní bilanční rovnici, kdy součet aktiv se musí rovnat součtu pasiv.

4.1.2.1 Plán dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek lze rozdělit na dlouhodobý hmotný (*DHM*), nehmotný (*DNM*) a finanční majetek (*DFM*). Plán dlouhodobého majetku je zachycen v níže uvedené tabulce.

Tab. č. 4.10: Plán dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý hmotný majetek	420 621	422 889	427 543	433 514	440 916	456 439
Dlouhodobý nehmotný majetek	7 867	8 454	9 100	9 810	10 590	11 450
Dlouhodobý finanční majetek	60 157	63 624	67 437	71 632	76 246	81 322
Dlouhodobý majetek	488 645	494 967	504 080	514 956	527 753	549 211

V roce 2008 byl dlouhodobý majetek ve výši 561 392 tis. Kč, lze tedy konstatovat, že v plánovaném období došlo k výraznému poklesu této položky z důvodu omezení investic do stálých aktiv.

Dlouhodobý hmotný majetek

Významné položky, jež se podílely na výši *DHM*, jsou pozemky, stavby, samotné movité věci a soubory movitých věcí, jiný *DHM* a nedokončený *DHM*.

Stav *pozemků* je plánován každoročním nárůstem o 50 tis. Kč z důvodu rostoucí výstavby a plánem rozšiřování výrobní haly přikoupením další části pozemků.

U plánu *staveb* jsou nejdříve vypočteny meziroční změny staveb za předcházející sledované období 2004 až 2008 a poté je ze změn stanoven vážený průměr přiřazením vah, kde nejvzdálenějšímu období je stanovena váha nejnižší a naopak. Vážený průměr meziročních změn je -2,32%, kde tato hodnota znamená každoroční plánovaný pokles účetní hodnoty staveb o toto procento. Zde je ovšem nutno přičíst investici do staveb. S přihlédnutím k minulému období odhadujeme investice každoročně ve výši 50 tis. Kč.

Samotné movité věci a soubory movitých věcí. Je plánován každoročně meziroční nárůst v roce 2009 a 2010 1% z důvodu poklesu tržeb za vlastní výrobky a služby v dalších letech tržby rostou, tedy investice nejsou tak omezeny a předpokládá se pro další roky 10% nárůst této položky.

Jiný dlouhodobý DHM, jehož výše je předpokládána v konstantní výši 954 tis. Kč.

Nedokončený DHM vychází z hodnot sledovaného období a je stanoven metodou pevného podílu na stavbách ve výši 62% ze staveb v daném období.

Dlouhodobý nehmotný majetek

Software. Každý rok počítá podnik s nárůstem 10% v rámci pořizování a inovací strojů, jelikož je nutno aktualizovat a vybavit techniku lepším softwarem.

Velikost *nedokončeného DNM*, jehož výše je odvozena s přihlédnutím k předchozímu vývoji této položky a informacím o nedokončené výrobní hale na vlastním pozemku podniku Linet, s.r.o., stanovena v konstantní výši 2 mil. Kč.

Dlouhodobý finanční majetek

Podíly v ovládaných a řízených osobách a pořizovaný DFM jsou plánovány meziročním nárůstem 10% této položky. Podíly v *účetních jednotkách pod podstatným vlivem* jsou vyčísleny jako konstantní a vypočteny váženým průměrem hodnot v letech 2004 až 2008, kde váha nejvyšší je přiřazena období nejbližšímu a naopak. Výše této hodnoty je vyčíslena na 25 490 tis. Kč.

4.1.2.2 Plán oběžných aktiv

Oběžná aktiva jsou součtem *zásob, dlouhodobých, krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku*. Tato aktiva zůstávají v podniku kratší dobu než 1 rok a často se jednorázově spotřebovávají.

Oběžná aktiva se vyvíjí stále rostoucím tempem, pouze v roce 2009 došlo k mírnému poklesu oproti roku předcházejícímu z důvodu poklesu zisku v tomto roce.

Tab. č. 4.11: Plán oběžných aktiv (v tis. Kč)

	2 009	2010	2011	2012	2 013	2014
Zásoby	201 975	202 090	211 048	220 683	229 880	230 672
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	537 312	529 794	563 757	594 601	626 665	611 753
Krátkodobý finanční majetek	121 295	137 296	183 568	223 296	254 569	243 672
Oběžná aktiva	860 581	869 180	958 374	1 038 580	1 111 114	1 086 098

Zásoby

Nejvýznamnější položkou, jež se podílela na výši zásob, je *materiál*, jehož výpočet byl proveden metodou pevného podílu na tržbách za vlastní výrobky a služby, kde jeho výše je určena na úrovni 6% z hodnoty tržeb v příslušném roce.

Další významnou položkou, podílející se na růstu zásob, je *nedokončená výroba a polotovary* stanovená váženým průměrem v konstantní výši 34 863 tis Kč. *Výrobky a zboží* jsou plánovány stejnou meziroční změnou jako u tržeb za vlastní výrobky a služby, jelikož vývoj této položky je v minulých letech obdobný. *Poskytnuté zálohy na zásoby* byly vyčísleny váženým průměrem této položky doplněné o meziroční nárůst 10% ročně.

Dlouhodobé pohledávky

Dlouhodobé pohledávky jsou pohledávky, které mají dobu splatnosti delší jak jeden rok a jsou k přihlédnutí k minulému vývoji stanoveny jako nulové.

Krátkodobé pohledávky

Na celkové její výši se nejvíce podílely *pohledávky z obchodních vztahů* a jsou plánovány stejnými meziročními změnami jako tržby za vlastní výrobky a služby. Logicky lze totiž předpokládat, že s nárůstem tržeb rostou také pohledávky z obchodních vztahů a roste tak doba splatnosti u dodávek.

Stát a daňové pohledávky jsou stanoveny jako pevný podíl této položky na dani z příjmů a poté aritmetickým průměrem je vypočtena sazba 13%.

Zbývající položky, jež se podílely na vývoji jako *ostatní poskytnuté zálohy* a jiné *pohledávky*, byly stanoveny na základě váženého průměru a následným 10%-ním meziročním nárůstem nebo s přihlédnutím k minulému vývoji jako konstantní.

Krátkodobý finanční majetek

Tento majetek je charakterizován vysokou likvidností a obchodovatelností, jelikož likvidnost je snadnost přeměny majetku na peníze.

Významnou položkou v této kategorii podniku jsou *účty v bankách a peníze*, jež jsou plánovány váženým průměrem a následně stejným meziročním nárůstem jako u tržeb za vlastní výrobky a služby.

4.1.2.3 Plán ostatních aktiv

Ostatní aktiva, nebo-li přechodné účty aktiv, jež jsou *součtem nákladů příštích období, komplexních nákladů a příjmů příštích období*, jsou plánovány stejnou meziroční změnou jako tržby za prodej vlastních výrobků a služeb.

4.1.2.4 Plán aktiv celkem

Souhrnný plán aktiv se vyvíjí rostoucím tempem a v letech 2009 a 2010 je jeho hodnota nižší, než v roce těsně předcházejícím, způsobena především nižšími tržbami.

Tab. č. 4.12: Plán celkových aktiv (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý majetek	488 645	494 967	504 080	514 956	527 753	549 211
Oběžná aktiva	860 581	869 180	958 374	1 038 580	1 111 114	1 086 098
Ostatní aktiva – přechodné účty aktiv	35 716	35 643	37 503	39 500	41 389	41 419
AKTIVA CELKEM	1 384 943	1 399 790	1 499 957	1 593 036	1 680 256	1 676 728

Z výše uvedené tabulky je patrné, že největší podíl na celkové hodnotě aktiv mají oběžná aktiva, která již v roce předcházejícím byla způsobena růstem pohledávek vlivem nadprůměrného obratu.

4.1.2.5 Plán vlastního kapitálu

Vlastní kapitál je vykazován na straně pasiv a chápeme ho jako vlastní zdroj pro financování majetku podniku. Vlastní kapitál je součtem *základního kapitálu, kapitálových a rezervních fondů a ostatních fondů ze zisku, výsledku hospodaření minulého a běžného období*.

Tab. č. 4.13: Plán vlastního kapitálu (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Základní kapitál	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy	71 387	71 387	71 387	71 387	71 387	71 387
VH minulých let	809 769	855 151	907 765	964 731	1 024 928	1 051 996
VH běžného úče. Období	254 563	226 910	263 072	284 831	300 983	270 680
Vlastní kapitál	1 185 719	1 203 447	1 292 224	1 370 949	1 447 298	1 444 063

Základní kapitál je stanoven v konstantní výši 50 000 tis Kč a do budoucna se neplánuje jeho navýšení.

Kapitálové fondy jsou chápány jako vklady společníků, které nezvyšují základní kapitál podniku a dosáhly v minulém vývoji záporných hodnot. Důvodem jsou přeceňovací rozdíly z majetku a závazků, kdy Linet, s.r.o. prodal z důvodu nepotřebnosti majetek za cenu nižší, než byla jeho skutečná zůstatková účetní hodnota. Do budoucna se předpokládá plán této položky jako nulový.

Rezervní fond a fondy tvořené ze zisku je podnik povinen dle obchodního zákoníku tvořit poprvé co dosáhl čistého zisku vykázaného v řádné účetní závěrce, a to ve výši minimálně 20% z tohoto zisku, ovšem ne více než 10% ze základního kapitálu. Každoročně je tento fond doplňován nejméně o 5% z čistého zisku nebo částkou určenou stanovami až do dosažení výše rezervního fondu ve stanovách. Ovšem tato částka nesmí být nižší jako 20% základního kapitálu. Rozhodnutí o čerpání činí představenstvo.

Podnik Linet, s.r.o. dosáhl výše rezervního fondu uvedeného ve stanovách ve výši 71 387 tis. Kč a není do budoucna plánováno jeho navyšování.

Výsledek hospodaření minulých let je součtem výsledku hospodaření minulého účetního období za předcházející rok a výsledkem hospodaření běžného účetního období odečtením přídelu do fondů ze zisku.

Výsledek hospodaření běžného účetního období je v podstatě čistý zisk za dané období převzatý z výkazu zisku a ztráty.

4.1.2.6 Plán cizích zdrojů

Cizí zdroje zahrnují *závazky* (dluhy) podniku a *rezervy*. Níže uvedená tabulka uvádí nestabilní, ovšem v plánovaných letech i přesto mírný nárůst cizích zdrojů.

Tab. č. 4.14: Plán cizích zdrojů (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rezervy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	190 717	187 636	198 553	212 898	223 815	223 934
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0
Cizí zdroje	190 717	187 636	198 553	212 898	223 815	223 934

V roce 2008 dosahovala výše cizích zdrojů 541 099 tis. Kč a v letech následujících došlo k více jak dvojnásobnému propadu této hodnoty. I přes skutečnost mírného růstu, je vývoj cizích zdrojů poměrně nízký díky splacení bankovního úvěru a snížením krátkodobých závazků.

Rezervy

Podnik vytváří rezervy ve smyslu zákona o rezervách na nevyčerpanou dovolenou, 13. plat, záruční opravy, obchodní provize, daň z příjmů a zákonnou rezervu na opravy.

V průběhu roku 2008 byla zahájena preventivní výměna motorů u nemocničních lůžek. S ohledem na skutečnost, že tuto preventivní výměnu plně nákladově kryje dodavatel těchto komponentů, nepředpokládáme tvorbu rezerv. Je zohledněn také fakt novely zákona o rezervách, jejíž povinností je vytvořené rezervy odvést na zvláštní účty, proto se ve finančním plánu předpokládají pro celé plánované období výše rezerv jako nulové.

Dlouhodobé závazky

Jsou stanoveny k přihlédnutí na podmínky daného podniku jako nulové, jelikož podnik nemá žádné dlouhodobé přijaté zálohy od prodejních agentů.

Krátkodobé závazky

Tyto závazky se vyznačují svojí krátkodobostí a splatností kratší než jeden rok.

Nejvýznamnější položkou podílející se na její výši jsou *závazky z obchodních vztahů*, jejíž vývoj je srovnatelný s plánováním tržeb. Ovšem pro rok 2009 dochází k úpravě a navýšení této hodnoty o 2% v závislosti předzásobení podniku na rok 2010. V roce 2010 dochází z důvodu poklesu tržeb opět k jejímu snížení.

Závazky k zaměstnancům

Jedná se o závazek zaměstnavatele zaplatit zaměstnancům mzdu za poslední měsíc roku. Tedy za prosinec předcházejícího účetního období a jeho hodnota je vypočtena jako

pevný podíl závazků na mzdových nákladech za sledované období 2004 až 2008 a jeho aritmetickým průměrem je odhadnuta výše 7%. Hodnota těchto závazků je tedy naplánována jako 7% z celkových mzdových nákladů

Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění

Jedná se o závazky, které podnik dluží zdravotní a sociální pojišťovně, protože platí své odvody s měsíčním zpožděním. Podnik eviduje na výkazu zisku a ztráty mzdové náklady za celý rok, ale na závazcích by měla být částka vztahující se k prosinci, která bude vyplacena až na budoucí rok v lednu. Výpočet je vyčíslen jako součet 1/12 z nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění vztahující se k danému roku z výkazu zisku a ztráty a 1/12 z mzdových nákladů, které jsou vynásobené 11% (4,5% zdravotní a 6,6% sociální zabezpečení).

Stát a jeho daňové závazky a dotace

V roce 2008 je vytvořena dotace na podporu řešení projektu výzkumu a vývoje. S přihlédnutím k minulému vývoji a váženým průměrem je předpokládaná výše této položky konstantní ve výši 6 071 tis. Kč.

4.1.2.7 Plán ostatních pasiv

Časové rozlišení je plánováno v závislosti na meziroční změně tržeb.

4.1.2.8 Plán pasiv celkem

Z uvedené tabulky je zřejmý nárůst cizích zdrojů v důsledku zvýšení krátk. závazků firmy.

Tab. č. 4.15: Celkový plán pasiv (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Vlastní kapitál	1 185 719	1 203 447	1 292 224	1 370 949	1 447 298	1 444 063
Cizí zdroje	190 717	187 636	198 553	212 898	223 815	223 934
Ostatní pasiva – časové rozlišení	8 507	8 707	9 180	9 189	9 142	8 731
PASIVA CELKEM	1 384 943	1 399 790	1 499 956	1 593 036	1 680 255	1 676 729

Největší vliv na výši pasiv měl *vlastní kapitál*, kde se nejvíce podílel výsledek hospodaření minulých let.

Celkový plán rozvahy je uveden v příloze č. 6 a 7.

4.2 Stanovení hodnoty podniku aplikací vybraných metod

Využitím metody DCF-Equity a metody kapitalizovaných čistých zisků (paušálně i analyticky) je vypočtena výsledná hodnota podniku. Těmito variantami bude oceněn vlastní kapitál pro podmínky nezadluženého podniku Linet, s.r.o.. Ovšem před samotným stanovením hodnoty je nutno stanovit náklady vlastního kapitálu a vymezit finanční toky.

4.2.1 Stanovení nákladů kapitálu

Důležitým krokem pro stanovení hodnoty podniku je výpočet nákladu kapitálu, který výrazně ovlivňuje výslednou hodnotu podniku. Obecně náklady kapitálu určují očekávanou výnosnost investice v čase a zohledňují riziko z ní plynoucí.

Důsledkem toho, že oceňovaný podnik je nezadlužený a jsou využity metody DCF-equity a metoda kapitalizovaných zisků, jsou pro srovnání stanoveny dva druhy nákladu vlastního kapitálu využitím modelu CAPM a komplexní stavebnicové metody.

4.2.1.1 Stanovení nákladu vlastního kapitálu modelem CAPM

Podstatou tohoto modelu je stanovení bezrizikové sazby R_F , která byla získána za období 2008 až 2014 dle výnosu do splatnosti (YTM) dlouhodobých státních dluhopisů splatných v jednotlivých letech a její predikce je založena na dlouhodobé prognóze a vývoji trhu viz [7].

Očekávaný výnos tržního portfolia $E(R_M)$ a koeficient beta β_E^U jsou predikovány na základě zveřejněných hodnot viz [4] a s přihlédnutím k vývoji současné ekonomické situace na trhu. Výpočet nákladů vlastního kapitálu nezadlužené firmy dosazením do vzorce (2.26) uvádí následující tabulka:

Tab. č. 4.16: Stanovení nákladů vlastního kapitálu modelem CAPM

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R_F	2,26%	2,41%	1,30%	1,50%	2,33%	2,71%	3,98%
$E(R_M)-R_F$	7,10%	5,00%	5,84%	5,98%	6,06%	6,20%	5,10%
$E(R_M)$	9,36%	7,41%	7,14%	7,48%	8,39%	8,91%	9,08%
β_E^U	1,14	1,23	1,11	1,03	0,98	0,99	0,87
$E(R_E)$	10,35%	8,56%	7,78%	7,66%	8,27%	8,85%	8,42%

Z důvodu ocenění podniku využitím metody kapitalizovaných zisků ve verzi paušální, jsou pro potřeby výpočtu uvedeny také náklady vlastního kapitálu R_E v roce 2008.

4.2.1.2 Stanovení nákladů vlastního kapitálu komplexní stavebnicovou metodou

Jedná se o komplexní (co nejširší) podchycení všech dílčích rizik, které je dobré promítnout do nákladu kapitálu. Postup výpočtu je proveden využitím vzorců (2.36 – 2.38) a na základě konzultace s vedením podniku a situací na trhu jsou stanoveny dílčí rizikové faktory v rámci finančního a obchodního rizika uvedené v příloze č. 9. Náklady vlastního kapitálu získané součtem bezrizikové sazby a rizikové prémie jsou uvedeny v tabulce 4.17.

Tab. č. 4.17: Stanovení nákladů vlastního kapitálu komplexní stavebnicovou metodou (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bezriziková sazba - R_F	2,26%	2,41%	1,30%	1,50%	2,33%	2,71%	3,98%
OBCHODNÍ RIZIKO	3,09%	3,18%	1,79%	2,12%	3,21%	4,74%	5,04%
FINANČNÍ RIZIKO	0,87%	0,93%	0,50%	0,58%	0,90%	1,05%	1,53%
Riziková prémie celkem	3,96%	4,11%	2,29%	2,70%	4,10%	5,78%	6,58%
Náklady vlastního kapitálu - R_E	6,22%	6,52%	3,59%	4,20%	6,43%	8,49%	10,56%

V porovnání s metodou CAPM jsou náklady na vlastní kapitál nižší z důvodu identifikace všech dílčích faktorů, které na riziko působí a náklad kapitálu je tak srozumitelnější pro samotného oceňovatele.

4.3 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF – Equity

Tato metoda je založena na dvoufázovém přístupu, kde délka první fáze trvá 5 let (2009 až 2013) a po ukončení první fáze následuje bezprostředně fáze druhá počínaje rokem 2014 a předpokládá se trvání donekonečna. Pro oceňovaný podnik byl stanoven předpoklad konstantních finančních toků ve druhé fázi.

Využitím modelu DCF – Equity je stanovena hodnota vlastního kapitálu a je nutno diskontovat finanční toky pro vlastníky *FCFE* vypočtené dle vzorce (2.16) nákladem vlastního kapitálu. Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky uvádí následující tabulka:

Tab. č. 4.18: Stanovení volných peněžních toků pro vlastníky *FCFE* (v tis. Kč)

	1. fáze					2. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EAT	254 563	226 910	263 072	284 831	300 983	270 680
Odpisy	47 499	47 816	48 403	49 144	50 051	51 867
Změna ČPK	291 574	11 679	78 277	65 861	61 616	-25 135
Čerpání úvěru	0	0	0	0	0	0
Investice	-72 747	6 322	9 113	10 876	12 796	21 458
FCFE	83 235	256 724	224 085	257 237	276 621	326 224

Z tabulky je zřejmé, že největší podíl na *FCFE* je čistý zisk firmy *EAT*. Podnik má od roku 2010 poměrně stabilní vývoj investic, kde v roce 2014 došlo k meziročnímu nárůstu oproti roku předcházejícímu téměř o 100%.

Nejprve je provedeno stanovení hodnoty podniku využitím a diskontováním nákladů vlastního kapitálu modelem CAPM, viz tab. 4.19.

Tab. č. 4.19: Stanovení hodnoty podniku diskontováním nákladů kapitálu modelem CAPM (v tis. Kč)

	1. fáze					2. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
FCFE	83 235	256 724	224 085	257 237	276 621	326 224
$R_E - \text{CAPM}$	8,56%	7,78%	7,66%	8,27%	8,85%	8,42%
Diskontní faktor	0,9211	0,8546	0,7938	0,7332	0,6736	
Diskontované FCFE	76 672	219 406	177 887	188 609	186 334	
Hodnota podniku za 1. Fázi					804 901	
Pokračující hodnota						3 875 780
Hodnota podniku za 2. Fázi						2 610 752
Hodnota vlastního kapitálu						3 415 653

Při stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku je nejdříve vypočtena hodnota podniku v první fázi využitím vzorce (2.44), poté je nutné stanovit výši pokračující hodnoty dle vztahu (2.45) a následné určení hodnoty podniku v druhé fázi (2.46). Celková hodnota podniku je v závěru součtem první a druhé fáze dle vzorce (2.47).

Z tabulky je zřejmé, že hodnota vlastního kapitálu podniku Linet, s.r.o. využitím dvoufázové metody a diskontováním nákladů vlastního kapitálu modelem CAPM je 3 415 653 tis. Kč.

V tab. 4.20 je vypočtena hodnota vlastního kapitálu firmy Linet, s.r.o. využitím nákladů vlastního kapitálu pomocí komplexní stavebnicové metody.

Tab. č. 4.20: Stanovení hodnoty podniku diskontováním náklady kapitálu komplex. staveb. metody (v tis. Kč)

	1. fáze					2. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
FCFE	83 235	256 724	224 085	257 237	276 621	326 224
R _E - komplex. staveb. metoda	6,52%	3,59%	4,20%	6,43%	8,49%	10,56%
Diskontní faktor	0,938834	0,906	0,87	0,817	0,753	
Diskontované FCFE	78 144	232 670	194 909	210 218	208 360	
Hodnota podniku za 1. Fázi					924 300	
Pokračující hodnota						3 089 628
Hodnota podniku za 2. Fázi						2 327 204
Hodnota vlastního kapitálu						3 251 504

4.4 Stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných zisků

Využitím metody paušální a analytické je provedeno ocenění podniku Linet, s.r.o..

4.4.1 Stanovení hodnoty podniku metodou paušální

Tato metoda vychází z historických účetních dat a podstatou ocenění je zjištění trvale udržitelného zisku, který je nutno diskontovat nákladem vlastního kapitálu.

Před samotným zjištěním hodnoty podniku jsou nejprve upraveny minulé výsledky hospodaření za účelem zjištění skutečných výsledků, které jsou základem pro výpočet trvalého čistého zisku.

Položky upravující účetní výkazy za minulost jsou uvedeny v následující tabulce:

Tab. č. 4.21: Upravený výsledek hospodaření (v tis. Kč)

	2004	2005	2006	2007	2008
EBT	237 417	278 345	429 128	409 079	53 672
(+) Odpisy	26937	30630	43355	47286	50783
(-) Finanční výnosy	-24 250	-23 009	-52 354	-62 041	-103 662
(-) Tržby z prodeje DHM	-890	-1 244	-14 412	-4 717	-456
(+) Zůstatková cena prodaného dld. majetku	2 967	162	3 756	3 245	0
(+) Mimořádné osobní náklady	-6 411	-20 174	-16 972	-6 421	43 401
Upravený výsledek hospodaření	235 770	264 710	392 501	386 431	43 738

V první řadě byla provedena úprava v odpisové politice, neboli vyloučení odpisů vykázaných v minulých výkazech, abychom zjistili výsledek před odpisy. Mezi jednorázové vlivy na straně výnosů byly vyloučeny finanční výnosy, tyto výnosy jsou spojené s neprovozním majetkem, dále tržby z prodeje *DHM* z důvodu toho, že hlavní činností podniku není prodej *DHM*. Na straně nákladů byla vyloučena zůstatková cena prodaného dld. majetku a mimořádné osobní náklady, které zahrnují manka a škody zaměstnanců, náklady na reprezentaci, odstupné a restrukturalizaci.

Následným krokem po úpravě nákladů a výnosů byl vypočten *upravený výsledek hospodaření*, který v roce 2008 zaznamenal dramatický propad.

Pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu je nutno upravený výsledek hospodaření přepočítat na cenovou hladinu k datu ocenění, jelikož tato metoda pracuje se stálými cenami. Poté jsou z meziročních indexů vypočteny bazické indexy k roku 2008.

Upravenému výsledku hospodaření o inflaci jsou přiděleny jednotlivé váhy a dopočítán trvale odnímatelný čistý výnos. Od tohoto výnosu je nutno odečíst *odpisy*, které byly stanoveny pro rok 2008 na základě reprodukčních cen ve výši 54 938 Kč. Poté je trvale odnímatelný čistý výnos zdaněn sazbou daně z příjmů právnických osob ve výši 21% platnou v roce 2008, jelikož firma je oceňovaná k datu 1. 1. 2009. Po odečtení daně z příjmů byl vyčíslen upravený čistý zisk ve výši **167 825 tis. Kč**.

Tab. č. 4.22: Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (v tis. Kč)

	2004	2005	2006	2007	2008
Upravený výsledek hospodaření	235 770	264 710	392 501	386 431	43 738
Inflace	2,80%	1,90%	2,50%	2,80%	6,30%
Řetězový index	1,028	1,019	1,025	1,028	1,063
Bazický index	0,876	0,893	0,915	0,941	1
UVH upravený o inflaci	269 100	296 497	428 911	410 776	43 738
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci * váhy	269 100	592 994	1 286 733	1 643 105	218 690
Součet vah	15				
Trvale odnímatelný čistý výnos	267 375				
Odpisy z reprodukčních cen	54 938				
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	212 437				
Daňová sazba	21,00%				
Daň	44 612				
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	167 825				

Hodnota firmy je určena pro srovnání ve dvou variantách a různí se použitím sazeb nákladů vlastního kapitálu. Hodnota podniku je stanovena využitím vzorců (2.40 a 2.41), přičemž nákladem kapitálu se rozumí rok 2008.

Hodnota podniku využitím různých nákladů vlastního kapitálu uvádí následující tabulka:

Tab. č. 4.23: Hodnota VK za použití R_E metodou CAPM a Komplexní staveb. metoy (v tis. Kč)

	R_E CAPM	R_E Komplex. staveb. metoda
R_E nezadlužené firmy	10,35%	6,22%
Inflace pro rok 2009	1,00%	
Náklady na vlastní kapitál	9,35%	5,22%
Trvale odnímatelný čistý výnos	167 825	
Hodnota VK	1 794 153	3 214 416

Z tabulky vyplývá, že při použití nákladu kapitálu vyjádřeného modelem **CAPM** je hodnota **VK 1 794 153 tis. Kč**, ovšem diskontováním nákladů kapitálu stanoveného pomocí **komplexní stavebnicové metody** je hodnota **3 214 416 tis. Kč**.

V závěru lze konstatovat, že hodnota podniku je použitím nákladu vlastního kapitálu komplexní stavebnicovou metodou vyšší, tudíž je zde patrné, že náklady vlastního kapitálu ve velké míře ovlivňují konečnou hodnotu podniku.

4.4.2 Stanovení hodnoty podniku metodou analytickou

Metodě analytické je přikládán větší význam, než metodě paušální, jelikož nevychází z historických dat, ale z predikovaných hodnot čistého zisku. Tudíž pracuje s analýzou minulých výsledků, jejichž podkladem je finanční plán a jeho následná predikce do budoucna. Obdobně jako u metody DCF – Equity je zde využit dvoufázový postup.

Tab. č. 4.24: Upravený výsledek hospodaření po zdanění (v tis. Kč)

	1. fáze					2. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBT	314 276	280 135	324 780	351 643	371 584	334 173
Výnosy z prodeje DHM	49 625	49 727	47 132	44 623	42 489	42 457
Prodaný mat. a majetek	29 059	29 119	27 600	26 130	24 880	24 862
Upravený VH	293 710	259 527	305 247	333 150	353 976	316 578
Sazba daně z příjmu	20%	19%	19%	19%	19%	19%
Upravený VH po zdanění	234 968	210 217	247 250	269 852	286 720	256 428

Predikovaný zisk před zdaněním *EBT* je upraven o náklady a výnosy mimořádného

charakteru, kde jsou odečteny veškeré výnosy z prodeje *DHM* a přičten prodaný materiál a majetek. Ostatní mimořádné náklady a výnosy, např. z prodeje *CP* a mimořádný výsledek hospodaření, nejsou ve finančním plánu předpokládány, tudíž není nutné očišťovat o korekce.

Upravený výsledek hospodaření je zdaněn sazbou predikovanou pro dané roky, vyjma roku 2009, který vychází z platné legislativy a dostaneme upravený *VH* po zdanění, neboli predikovaný čistý zisk.

Pro stanovení hodnoty *VK* je upravený *VH* po zdanění diskontován náklady na vlastní kapitál zjištěný využitím modelu *CAPM* a Komplexní stavebnicové metody.

Tabulka č. 4.25 uvádí ocenění, kde upravený *VH* po zdanění je diskontován nákladem vlastního kapitálu stanoveného modelem *CAPM*.

Tab. č. 4.25: Hodnota vlastního kapitálu využitím modelu *CAPM* (v tis. Kč)

	1. fáze					2. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R_E CAPM	8,56%	7,78%	7,66%	8,27%	8,85%	8,42%
Diskontní faktor	0,921	0,855	0,794	0,733	0,674	
Diskontovaný upravený VH	216 441	179 660	196 276	197 857	193 137	
Hodnota podniku za 1. Fázi					983 370	
Pokračující hodnota						3 046 549
Hodnota podniku za 2. fázi						2 052 177
Hodnota VK						3 035 547

Druhou variantou je stanovení hodnoty podniku diskontováním upraveného *VH* náklady vlastního kapitálu zjištěného metodou komplexní stavebnicové metody.

Tab. č. 4.26: Hodnota vlastního kapitálu využitím komplexní stavebnicové metody (v tis. Kč)

	1. fáze					2. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R_E Komplex. staveb.metoda	6,52%	3,59%	4,20%	6,43%	8,49%	10,56%
Diskontní faktor	0,939	0,906	0,87	0,817	0,753	
Diskontovaný upravený VH	220 596	190 521	215 058	220 526	215 967	
Hodnota podniku za 1. Fázi					1 062 667	
Pokračující hodnota						2 428 596
Hodnota podniku za 2. fázi						1 829 294
Hodnota VK						2 891 961

Hodnoty vlastního kapitálu jsou odlišné za použití různých nákladů vlastního kapitálu, a

v závěru lze říci, že čím jsou tyto náklady vyšší, tím nižší je hodnota *VK* podniku a naopak.

4.5 Komparace zjištěných výsledků

Pro stanovení hodnoty *VK* výnosovou metodou byly vybrány metody DCF – Equity a metoda kapitalizovaných zisků ve verzi paušální a analytické, kde u každé z metod jsou použity dva různé způsoby výpočtu nákladu na vlastní kapitál.

Shrnutí výsledků ocenění za účelem stanovení hodnoty *VK* podniku Linet, s.r.o. využitím jednotlivých metod uvádí následující tabulka:

Tab. č. 4.27: Hodnoty *VK* využitím výnosových metod (v tis. Kč)

	R_E – CAPM	R_E – Komplexní stavebnicová metoda
DCF Equity	3 415 653	3 251 504
MKZ – paušální metoda	1 794 153	3 214 416
MKZ – analytická metoda	3 093 822	2 891 961
Účetní hodnota VK	894 974	

Metoda *DCF-Equity* založena na predikovaném cash flow dosahuje za použití různých nákladů vlastního kapitálu nejvyšších výsledků.

Při určení hodnoty *VK* využitím metody kapitalizovaných zisků ve *variantě paušální*, která vychází z účetních historických dat, došlo ke značným rozdílným výsledkům. Tržní hodnota vlastního kapitálu za použití R_E modelem *CAPM* je 1 794 153 tis. Kč a je účetní hodnotě vlastního kapitálu nejbližší. Využitím R_E komplexní staveb. metody je hodnota *VK* 3 214 416 tis. Kč. Důvodem rozdílných výsledků je skutečnost vyšších R_E za rok 2008 a využitím tohoto modelu se jedná o nejméně přesnou hodnotu.

Metoda kapitalizovaných zisků za použití *analytické verze* již zohledňuje skutečnosti plánované do budoucna, proto je za použití R_E modelem *CAPM* vlastní kapitál oceněn vyšší částkou.

Z tabulky je patrné, že **účetní hodnota VK** z rozvahy k 31. 12. 2008 je **894 974 tis. Kč** a v porovnání s vypočtenými metodami vyplývá, že je vlastní kapitál podniku podhodnocen.

Mezi výsledky je značný rozdíl a lze tvrdit, že důvodů je několik, zejména použití různých nákladů na vlastní kapitál, také způsob odpisování ovlivňuje výsledek hospodaření a následně i hodnotu podniku. Metoda DCF je založena na odhadu budoucích peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti, kdežto metoda kapitalizovaných zisků je založena na

upravených výsledcích hospodaření (ve verzi paušální jsou to minulé VH, v analytické pak predikované).

Na závěr lze konstatovat, že částka, která by měla být podkladem při prodeji podniku Linet, s.r.o., by se měla pohybovat v intervalu, kde dolní hranice je účetní hodnota podniku ve výši 894 974 tis. Kč a omezena horní hranicí ve výši 3 415 653 tis.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku Linet, s.r.o. prostřednictvím vybraných metod a komparace zjištěných výsledků.

Ocenění podniku Linet, s.r.o. bylo prováděno za účelem zjištění hodnoty vlastního kapitálu, tedy hodnoty podniku pro samotné vlastníky, což bylo klíčové pro výběr vhodných metod ocenění. Nedílnou součástí při výběru metody bylo také množství dostupných informací a detailnější rozbor informací podniku Linet, s.r.o. a na základě toho byly zvoleny metody výnosové zejména DCF-Equity a metoda kapitalizovaných zisků ve verzi paušální a analytické.

Práce je rozdělena do tří základních částí.

První část je teoretická a je zde popsána metodika ocenění podniku, včetně postupů a důvodů samotného ocenění, sběru vstupních dat a její analýzy, ale také popis a metodologie finanční a strategické analýzy.

Druhá část je částí praktickou, v níž teoretické poznatky jsou aplikovány na konkrétní podmínky oceňovaného podniku Linet, s.r.o.. Nejdříve byla provedena charakteristika a představení podniku, SWOT analýza a především strategická a finanční analýza.

SWOT analýza odhalila spoustu silných stránek podniku, které se promítají nejen do zisku ale i prestižních ocenění.

Z výsledků strategické analýzy lze konstatovat, že vývoj makroekonomických ukazatelů měl vliv na snížení výsledku hospodaření, který si však podnik dokázal i přes fakt působení ekonomické a finanční krize udržet na kladné úrovni.

Pro zhodnocení finanční analýzy bylo zjištěno, že podnik je rentabilní, což potvrdil výpočet ukazatelů rentability, avšak do budoucna by se měl podnik zaměřit na snížení doby obratu pohledávek, aby nedocházelo k pozdní platbě závazků a na zvýšení svých pohotových prostředků, aby neohrožoval svoji platební schopnost.

Ve třetí části bylo provedeno samotné stanovení hodnoty podniku pro potřeby jejich majitelů, které předcházelo sestavení finančního plánu a následné ocenění podniku Linet, s.r.o. vybranými výnosovými metodami. Tato část je aplikací zjištěných poznatků z částí předchozích.

Finanční plán, jež je základem pro ocenění výnosovými metodami, byl sestaven na dobu šesti let pro první fázi počínaje rokem 2009 až do roku 2013 a pro druhou fázi od roku 2014 donekonečna.

Ocenění podniku bylo provedeno k 1. 1. 2009 metodou DCF-equity a metodou kapitalizovaných zisků ve verzi paušální i analytické, kde byly použity dva různé náklady vlastního kapitálu. Nejdříve modelem CAPM, kde tyto hodnoty byly vyšší než náklad vlastního kapitálu zjištěný využitím komplexní stavebnicové metody.

Výsledkem ocenění bylo zjištění hodnoty vlastního kapitálu využitím těchto metod a nákladů a provedena následná komparace zjištěných výsledků.

Účetní hodnota vlastního kapitálu podniku k 31. 12. 2008 je ve výši 894 974 tis. Kč a je jí nejbližší hodnota vypočtená metodou kapitalizovaných zisků ve verzi paušální za použití nákladů na vlastní kapitál modelem CAPM ve výši 1 794 153 tis. Kč.

Na závěr lze konstatovat, že částka, která by měla být podkladem při prodeji podniku Linet, s.r.o., by se měla pohybovat v intervalu, kde dolní hranice je účetní hodnota podniku ve výši 894 974 tis. Kč a omezena horní hranicí ve výši 3 415 653 tis.

Z uvedených výsledků vyplývá, že tržní hodnota vlastního kapitálu je za použití různých modelů i nákladů vyšší než jeho účetní hodnota, kde toto zjištění může sloužit majiteli při jeho prodeji.

Seznam použité literatury

Knižní publikace

1. DAMODARAN, A. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd Ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2006. 685 s. ISBN 0-471-075121-9.
2. DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2006. 189 s. ISBN 80-86119-58-0.
3. FOTR, J. *Strategické finanční plánování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1999. 152 s. ISBN 40-74-112-120.
4. HNILICA, J. a KISLINGEROVÁ, E. *Finanční analýza krok za krokem*. 1.vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 st. ISBN 80-7179-321-3.
5. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
6. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
7. MAŘÍK, M. a MAŘÍKOVÁ, P. *Diskontní míra pro výnosové ocenění*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
8. MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
9. VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
10. ZMEŠKAL, Z. a kol. *Finanční modely*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 235 s. ISBN 80-86-119-87-4.
11. ZMEŠKAL, Z.; ČULÍK, M.; TICHÝ, T. *Finanční rozhodování za rizika*. 2. vyd. Ostrava: VŠB-TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA, 2005. 149 s. ISBN 80-248-0840-4.
12. Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů.

Internetové zdroje

- [1] Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 5. ledna 2010]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=CAA&p_lang=CS>
- [2] Česká televize 24 [online]. 2010 [cit. 3. března 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/66649-rust-hdp-v-roce-2010-kolem-procenta/>>
- [3] Český statistický úřad [online]. 2010 [cit. 5. ledna 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/2008edicniplan.nsf/p/8001-08>>
- [4] Damodaran online [online]. 2010 [cit. 21. ledna 2010]. Dostupné z WWW: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html>
- [5] Makroekonomické ukazatele [online]. 2010 [cit. 20. března 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/>>
- [6] Ministerstvo financí [online]. 2010 [cit. 5. ledna 2010]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre_2009Q4_TG01_pdf.pdf>
- [7] Patria online [online]. 2010 [cit. 18. února 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.patria.cz/currenciesRates/online/CZ0001000855/bond.aspx#online>>
- [8] Oficiální stránky hodnocené firmy Linet, s. r. o. dostupné z internetu: <<http://www.linet.cz>>
- [9] Účetní závěrky linet, s. r. o. [online]. Ministerstvo spravedlnosti České republiky. [cit. 3. ledna 2010]. Dostupný na WWW: <<http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/index?sysinf.@typ=sbirka&sysinf.@strana=documentList&vypisListin.@cEkSub=22996>>
- [10] www.mpo.cz
- [11] www.linet.cz

Seznam zkratk a symbolů

a	konstanta
APV	upravená současná hodnota
BU	bankovní úvěr
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí kapitál
CKdld.	Cizí kapitál dlouhodobý
CZK	měna české koruny
č.	číslo
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČV	čistý výnos
d	sazba daně
DCF	diskontované cash flow
DDM	dividendový diskontní model
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DIV	dividenda
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
$E(R_E)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_j)$	očekávaný výnos j-tého faktoru
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před úroky a daněmi
EU	Evropská unie
EUR	měna evropské unie
FCF	volný peněžní tok
FCFD	volný peněžní tok pro věřitele
FCFE	volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele
g	konstantní tempo růstu
HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková míra
INV	investice
L	koeficient citlivosti nezadlužené firmy
n	počet faktorů
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace

$R_{E\ MAX}$	maximální náklady vlastního kapitálu
R_E	náklad na vlastní kapitál
R_F	bezriziková sazba
$R_{FIN,STAB.}$	riziková přírážka jako riziko vyplývající z finanční stability
R_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
RP	riziková přírážka
$R_{PODN.}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
S^C	čerpání úvěru
S^S	splátka úvěru
SWOT	analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb
t	čas
T	počet let ve výpočtu
Tab.	tabulka
TC_A	tržní cena akcie
TČČ	trvalý čistý odnímatelný výnos
tis.	tisíc
TS	daňový štít
tzv.	takzvaně
U	koeficient citlivosti zadlužené firmy
UZ	úplatné cizí zdroje
V	hodnota podniku
V_E	hodnota vlastního kapitálu podniku
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
w	váhy
WACC	průměrná náklady na celkový kapitál
X	stupeň rizika
XL	mezní hodnota likvidity
Z	trvale udržitelný zisk
β_E	riziko daného aktiva k tržnímu portfoliu
β_{Ej}	citlivost dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j-tého faktoru

Prohlášení o využití výsledku diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- беру на вѣдомі, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 30. 4. 2010

.....
Hana Zamcová

Adresa trvalého pobytu studenta:
Arbesova 1631, 274 01 Slaný

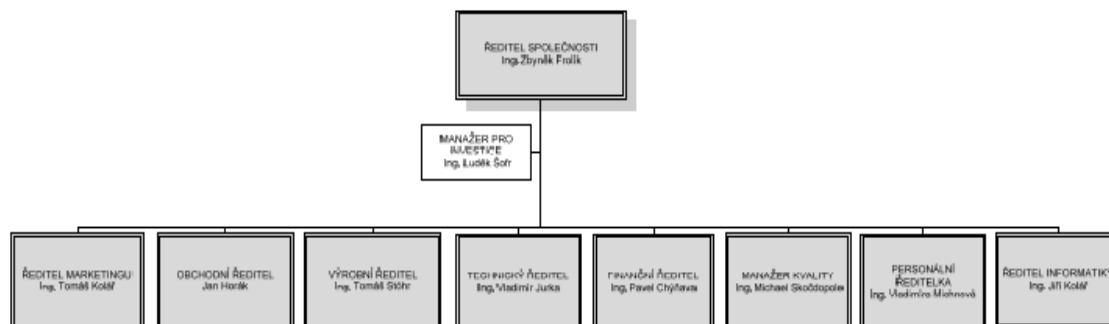
Seznam příloh

Příloha č. 1	Organizační schéma vedení podniku Linet, s.r.o.
Příloha č. 2	Rozvaha – Aktiva za roky 2004 – 2008
Příloha č. 3	Rozvaha - Pasiva za roky 2004 – 2008
Příloha č. 4	Výkaz zisku a ztráty za roky 2004 – 2008
Příloha č. 5	Výkaz cash flow za roky 2004 – 2008
Příloha č. 6	Finanční plán rozvahy – Aktiva za roky 2009 – 2014
Příloha č. 7	Finanční plán rozvahy – Pasiva za roky 2009 – 2014
Příloha č. 8	Finanční plán výkazu zisku a ztráty za roky 2009 – 2014
Příloha č. 9	Náklady kapitálu komplexní stavebnicovou metodou

PŘÍLOHY



ORGANIZAČNÍ SCHÉMA SPOLEČNOSTI LINET S.R.Ö.



Schválil: Ing. Zbyněk Frolík

Platnost: od 1. 4. 2009

Strana 1 z 1

Příloha č. 2

ROZVAHA v plném rozsahu v tis. Kč		2 004	2 005	2 006	2 007	2 008
	AKTIVA CELKEM	645 417	772 782	982 276	1 303 196	1 459 933
A.	POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZK	0	0	0	0	0
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	284 021	342 849	332 509	380 165	561 392
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	7 096	7 368	6 987	8 670	5 196
B. I.	1 Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
	2 Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
	3 Software	1 324	6 954	6 579	7 273	5 334
	4 Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
	5 Goodwill	0	0	0	0	0
	6 Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
	7 Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	5 772	414	408	1 397	-138
	8 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	246 604	294 428	282 320	324 856	452 913
B. II.	1 Pozemky	481	481	481	1 996	2 606
	2 Stavby	217 420	220 941	208 484	203 811	196 302
	3 Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	27 923	72 566	68 348	94 918	91 103
	4 Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
	5 Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0
	6 Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	954	954	954
	7 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	85	28	1 620	22 753	121 204
	8 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	695	412	2 433	424	40 744
	9 Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	30 321	41 053	43 202	46 639	103 283
B. III.	1 Podíly v ovládaných a řízených osobách	1 598	1 507	22 603	1 066	751
	2 Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	20 213	19 302	18 900	22 474	35 386
	3 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
	4 Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	8 510	19 244	0	0	0
	5 Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
	6 Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	1 000	1 699	23 099	67 146
	7 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	351 954	427 452	640 796	897 442	861 909
C. I.	Zásoby	113 417	127 708	154 822	161 457	184 679
C. I.	1 Materiál	59 015	75 231	77 982	75 027	78 369
	2 Nedokončená výroba a polotovary	25 585	29 120	34 510	39 173	35 781
	3 Výrobky	12 031	6 329	21 246	21 812	57 344

	4	Zvířata	0	0	0	0	0
	5	Zboží	15 014	13 365	16 235	13 081	15 623
	6	Poskytnuté zálohy na zásoby	1 772	3 663	4 849	12 364	-2 438
C. II.		Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C. II.	1	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
	2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0
	3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
	5	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	0	0	0	0	0
	6	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
	7	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
C. III.		Krátkodobé pohledávky	181 708	225 761	436 288	544 026	529 700
C. III.	1	Pohledávky z obchodních vztahů	157 526	176 284	302 459	320 617	406 557
	2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	16 044	5 827	0
	3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	4 533	0	0	0	0
	5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
	6	Stát - daňové pohledávky	17 975	20 711	87 382	120 414	113 423
	7	Ostatní poskytnuté zálohy	385	331	3 666	4 512	8 025
	8	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	0	0	0	4 720	0
	9	Jiné pohledávky	1 289	28 435	26 737	87 936	1 695
C. IV.		Krátkodobý finanční majetek	56 829	73 983	49 686	191 959	147 530
C. IV.	1	Peníze	466	465	543	489	318
	2	Účty v bankách	56 363	73 518	49 143	191 470	147 212
	3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
	4	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
D.		OSTATNÍ AKTIVA - PŘECHODNÉ ÚČTY AKTIV	9 442	2 481	8 971	25 589	36 632
D. I.		Časové rozlišení	9 442	2 481	8 971	25 589	36 632
D. I.	1	Náklady příštích období	9 442	2 481	1 543	2 113	2 827
	2	Komplexní náklady příštích období	0	0	7 428	21 160	33 747
	3	Příjmy příštích období	0	0	0	2 316	58

Příloha č. 3

ROZVAHA v plném rozsahu v tis. Kč		2 004	2 005	2 006	2 007	2 008
	PASIVA CELKEM, v tis. Kč.	645 417	772 782	982 276	1 303 196	1 459 933
A.	VLASTNÍ KAPITÁL	329 739	558 371	632 409	922 860	894 974
A. I.	Základní kapitál	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
A. I. 1	Základní kapitál	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0
3	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
A. II.	Kapitálové fondy	53	18 222	-1 256	-37 382	-25 868
A II. 1	Emisní ážio	0	0	0	0	0
2	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	53	18 222	-1 256	-37 382	-25 868
4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
A III.	Rezervní fondy, (nedělitelný fond) a ostatní fondy ze zisku	33 118	50 343	71 387	71 387	71 387
A III. 1	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	33 118	50 343	71 387	71 387	71 387
2	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	74 344	229 365	187 957	512 278	758 856
IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	74 344	229 365	187 957	512 278	758 856
2	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
A. V.	Výsledek hospodaření běžného úče. obd. (+ / -)	172 224	210 441	324 321	326 577	40 599
B.	CIZÍ ZDROJE	315 678	214 303	349 867	377 497	541 099
B. I.	Rezervy	507	2 591	122 973	117 274	57 480
B. I. 1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	7 479	18 793
2	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
3	Rezerva na daň z příjmů	0	0	104 778	86 997	17 946
4	Ostatní rezervy	507	2 591	18 195	22 798	20 741
B. II.	Dlouhodobé závazky	819	12 217	7 725	8 013	0
B. II. 1	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0
3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
5	Přijaté zálohy	0	0	0	0	0
6	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
7	Směnky k úhradě	0	0	0	0	0
8	Dohadné účty pasivní (Nevyf. dodávky)	0	0	0	0	0
9	Jiné závazky	0	0	0	0	0
10	Odložený daňový závazek	819	12 217	7 725	8 013	0
B. III.	Krátkodobé závazky	224 750	141 393	183 787	238 483	483 619
B. III. 1	Závazky z obchodních vztahů	82 687	71 786	144 201	186 269	171 667

	2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0
	3	Závazky k úče. jednotkám pod podst. vlivem	0	0	0	0	0
	4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	17 905	0	2 283	4 462	774
	5	Závazky k zaměstnancům	7 048	6 213	7 728	14 161	11 296
	6	Závazky ze sociálního zabezp. a zdrav. poj.	5 005	5 811	5 588	6 582	6 436
	7	Stát - daňové závazky a dotace	60 888	4 236	1 123	2 638	1 557
	8	Přijaté zálohy	19	31 819	3 601	16 926	17 225
	9	Vydané dluhopisy	0	14	0	0	0
	10	Dohadné účty pasivní (Nevyf. dodávky)	44 340	21 514	19 263	7 445	1 231
	11	Jiné závazky	6 858	0	0	0	273 433
B. IV.		Bankovní úvěry a výpomoci	89 602	58 102	35 382	13 727	0
B. IV.	1	Bankovní úvěry dlouhodobé	59 627	35 323	14 734	0	0
	2	Krátkodobé bankovní úvěry	29 975	22 779	20 648	13 727	0
	3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C.		OSTATNÍ PASIVA - PŘECHODNÉ ÚČTY PASIV	0	108	0	2 839	23 860
C. I.		Časové rozlišení	0	108	0	2 839	23 860
C. I.	1	Výdaje příštích období	0	108	0	2 839	3 439
	2	Výnosy příštích období	0	0	0	0	20 421

Příloha č. 4

Výkaz zisku a ztráty v plném rozsahu v tis. Kč		2 004	2 005	2 006	2 007	2 008
I.	Tržby za prodej zboží	104 184	149 769	163 915	189 768	183 564
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	64 474	105 230	105 561	142 494	136 699
+	Obchodní marže	39 710	44 539	58 354	47 274	46 865
II.	Výkony	917 943	954 349	1 395 067	1 455 550	1 590 304
II. 1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	920 915	948 894	1 370 803	1 434 859	1 547 736
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-2 972	-2 166	21 249	2 789	31 867
3	Aktivace	0	7 621	3 015	17 902	10 701
B.	Výkonová spotřeba	582 224	595 748	850 443	929 690	976 179
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	414 641	437 582	639 082	707 542	738 266
B. 2	Služby	167 583	158 166	211 361	222 148	237 913
+	Přidaná hodnota	375 429	403 140	602 978	573 134	660 990
C.	Osobní náklady	124 271	136 812	168 574	242 453	268 663
C. 1	Mzdové náklady	89 431	38 336	121 812	184 332	205 181
C. 2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0
C. 3	Náklady na sociální zabezp. a zdravotní pojištění	31 234	34 354	42 458	53 318	59 174
C. 4	Sociální náklady	3 606	4 122	4 304	4 803	4 308
D.	Daně a poplatky	1 128	871	910	1 303	942
E.	Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	26 937	30 630	43 355	47 286	50 783
III.	Tržby z prodeje dld. majetku a materiálu	37 201	22 165	40 439	35 720	48 871
III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	890	1 244	14 412	4 717	456
2	Tržby z prodeje materiálu	36 311	20 921	26 027	31 003	48 415
F.	Zůstatková cena prodaného dld. majetku a mat.	17 622	12 797	20 853	22 971	35 094
F. 1	Zůstatková cena prodaného dld. majetku	2 967	162	3 756	3 245	1
F. 2	Prodaný materiál	14 655	12 635	17 097	19 726	35 093
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-7 303	-1 659	12 111	-3 114	8 710
IV.	Ostatní provozní výnosy	14 131	40 158	9 074	43 609	33 656
H.	Ostatní provozní náklady	17 630	11 129	9 162	19 979	17 190
*	Provozní výsledek hospodaření	246 476	274 883	397 526	321 585	362 135
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VII. 1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v úče. Jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
2.	Výnosy z ostatních dld. cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
3.	Výnosy z ostatních dld. finančního majetku	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0

IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	61 440	-86 082
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	530	273 226
M.	Změna stavu rezerv a oprav. položek ve fin. obl.	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	1 730	2 502	5 211	9 242	5 715
N.	Nákladové úroky	5 399	3 755	2 867	1 551	482
XI.	Ostatní finanční výnosy	22 520	20 507	47 143	52 799	97 947
O.	Ostatní finanční náklady	27 910	15 792	16 885	31 906	50 336
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-9 059	3 462	32 602	89 494	-306 464
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	65 173	67 906	105 807	84 502	15 073
Q. 1	- splatná	60 814	62 563	103 631	84 214	23 086
Q. 2	- odložená	4 359	5 343	2 176	288	-8 013
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	172 244	210 439	324 321	326 577	40 598
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
S. 1	- splatná	0	0	0	0	0
S. 2	- odložená	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	172 244	210 439	324 321	326 577	40 598
	Výsledek hospodaření před zdaněním	237 417	278 345	430 128	411 079	55 671

Příloha č. 5

Cash Flow v tis. Kč		2 004	2 005	2 006	2 007	2 008
	<i>Peněžní toky z provozní činnosti</i>	0	0	0	0	0
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost bez zdanění (+/-)	237 417	278 345	430 128	411 079	55 672
A. 1.	Úpravy o nepeněžní operace	32 556	29 434	154 695	18 645	-4 721
A. 1. 1.	Odpisy stálých aktiv, pohledávek a opravné položky k nabytému majetku	34 113	30 922	43 378	47 286	50 783
A. 1. 2.	Změna stavu opravných položek	-6 078	-3 743	124 317	-19 478	-49 816
A. 1. 3.	Změna stavu rezerv	-1 225	2 084	-10 656	-1 472	-455
A. 1. 4.	Kurzové rozdíly	0	0	-2 344	0	0
A. 1. 5.	(Zisk) / ztráta z prodeje stálých aktiv	2 077	-1 082	0	-7 691	-5 233
A. 1. 6.	Úrokové náklady a výnosy	3 669	1 253	0	0	0
A *	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu, placenými úroky a mimořádnými položkami	269 973	307 779	584 823	429 724	50 951
A. 2.	Změna stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	5 044	-70 119	-198 161	-59 677	236 240
A. 2. 1.	Změna stavu zásob	-4 596	-10 732	-141 608	-107 738	287 302
A. 2. 2.	Změna stavu obchodních pohledávek	-14 315	-18 866	-27 367	54 696	-27 840
A. 2. 3.	Změna stavu ostatních pohledávek a přechodných účtů aktiv	11 921	2 361	-29 186	-6 635	-23 222
A. 2. 4.	Změna stavu obchodních závazků	9 852	-10 901	0	0	0
A. 2. 5.	Změna stavu ostatních závazků, krátkodobých úvěrů a přechodných účtů pasiv	2 182	-31 981	0	0	0
A **	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, placenými úroky a mimořádnými položkami	275 017	237 660	386 662	370 047	287 191
A. 3.	Placené úroky	-5 399	-3 755	-2 867	-1 551	-482
A. 4.	Placené daně	-52 367	-91 217	5 211	9 242	5 715
A. 5.	Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými položkami	0	0	-92 043	-84 502	-15 073
A ***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	217 251	142 688	296 963	293 236	277 351
	<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>	0	0	0	0	0
B. 1.	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-80 002	-90 621	-36 771	-134 313	-220 497
B. 2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	890	1 244	14 412	4 717	456
B. 3.	Poskytnuté půjčky a úvěry	26 303	4 533	-16 044	0	0
B. 4.	Přijaté úroky	1 730	2 502	0	0	0
B ***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-51 079	-82 342	-38 403	-129 596	-220 041
	<i>Peněžní toky z finanční činnosti</i>					

C. 1.	Změna stavu dlouhodobých závazků a úvěrů	119	-43 192	-52 054	-21 367	-21 740
C. 2. 1.	Dopady změn základního kapitálu kapitálu na peněžní prostředky	0	0	-230 803	0	-79 999
C. 2. 2.	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku	0	0	0	0	0
C. 2. 3.	Dopad ostatních změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	-112 323	0	0	0	0
C ***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-112 204	-43 192	-282 857	-21 367	-101 739
F.	Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	53 968	17 154	-24 297	142 273	-44 429
P.	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	2 861	56 829	73 983	49 686	191 959
R.	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci účetního období	56 829	73 983	49 686	191 959	147 530

..

Příloha č. 6

ROZVAHA v plném rozsahu v tis. Kč		2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
	AKTIVA CELKEM	1 384 943	1 399 790	1 499 957	1 593 036	1 680 256	1 676 728
A.	POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZK	0	0	0	0	0	0
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	488 645	494 967	504 080	514 956	527 753	549 211
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	7 867	8 454	9 100	9 810	10 590	11 450
B. I.	1 Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	
	2 Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	
	3 Software	5 867	6 454	7 100	7 810	8 590	9 450
	4 Ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0
	5 Goodwill	0	0	0	0	0	0
	6 Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
	7 Nedokončený dl. nehmotný majetek	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
	8 Poskytnuté zálohy na DNM	0	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	420 621	422 889	427 543	433 514	440 916	456 439
B. II.	1 Pozemky	2 656	2 706	2 756	2 806	2 856	2 906
	2 Stavby	191 799	187 400	183 104	178 907	174 808	174 858
	3 SMV a soubory movitých věcí	92 014	101 215	111 337	122 471	134 718	148 190
	4 Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0
	5 Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0	0
	6 Jiný dlouhodobý hmotný majetek	954	954	954	954	954	954
	7 Nedokončený DHM	118 915	116 188	113 524	110 922	108 381	108 412
	8 Poskytnuté zálohy na DHM	14 282	14 425	15 868	17 454	19 200	21 120
	9 Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0	1
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	60 157	63 624	67 437	71 632	76 246	81 322
B. III.	1 Podíly v ovládaných a řízených osobách	5 363	5 899	6 489	7 138	7 851	8 637
	2 Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	25 490	25 490	25 490	25 490	25 490	25 490
	3 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
	4 Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
	5 Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
	6 Pořizovaný DFM	29 305	32 236	35 459	39 005	42 905	47 196
	7 Poskytnuté zálohy na DFM	0	0	0	0	0	0
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	860 581	869 180	958 374	1 038 580	1 111 114	1 086 098
C. I.	Zásoby	201 975	202 090	211 048	220 683	229 880	230 672

C. I.	1	Materiál	91 501	91 315	96 078	101 195	106 034	106 112
	2	Nedokončená výroba a polotovary	34 863	34 863	34 863	34 863	34 863	34 863
	3	Výrobky	55 910	55 796	58 707	61 833	64 790	64 838
	4	Zvířata	0	0	0	0	0	0
	5	Zboží	15 232	15 201	15 994	16 846	17 652	17 665
	6	Poskytnuté zálohy na zásoby	4 467	4 913	5 405	5 945	6 540	7 194
C. II.		Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0
C. II.	1	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
	2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0	0
	3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
	4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0
	5	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	0	0	0	0	0	0
	6	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0
	7	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0	0
C. III.		Krátkodobé pohledávky	537 312	529 794	563 757	594 601	626 665	611 753
C. III.	1	Pohledávky z obchodních vztahů	396 393	395 585	416 221	438 386	459 350	459 689
	2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0	0
	3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
	4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0
	5	Sociální zabezp. a zdr. pojištění	0	0	0	0	0	0
	6	Stát - daňové pohledávky	106 885	95 274	110 458	119 594	126 376	113 652
	7	Ostatní poskytnuté zálohy	794	2 372	515	57	4 376	1 849
	8	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	0	0	0	0	0	0
	9	Jiné pohledávky	33 239	36 563	36 563	36 563	36 563	36 563
C. IV.		Krátkodobý finanční majetek	121 295	137 296	183 568	223 296	254 569	243 672
C. IV.	1	Peníze	865	875	899	899	897	438
	2	Účty v bankách	120 430	136 420	182 669	222 397	253 672	243 234
	3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
	4	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
D.		OSTATNÍ AKTIVA - PŘECHODNÉ ÚČTY AKTIV	35 716	35 643	37 503	39 500	41 389	41 419
D. I.		Časové rozlišení	35 716	35 643	37 503	39 500	41 389	41 419

Příloha č. 7

ROZVAHA v plném rozsahu v tis. Kč		2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
	PASIVA CELKEM, v tis. Kč.	1 384 943	1 399 790	1 499 956	1 593 036	1 680 255	1 676 729
A.	VLASTNÍ KAPITÁL	1 185 719	1 203 447	1 292 224	1 370 949	1 447 298	1 444 063
A. I.	Základní kapitál	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
A. I. 1	Základní kapitál	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 001
2	Vlastní akcie a vlast. obch. podíly (-)	0	0	0	0	0	0
3	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
A. II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
A II. 1	Emisní ážio	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
3	Oceňovací rozd. z přec. maj. a záv.	0	0	0	0	0	0
4	Oceňovací rozd. z přec. při přeměnách	0	0	0	0	0	0
A III.	Rezervní fondy, (nedělitelný fond) a ostatní fondy ze zisku	71 387	71 387	71 387	71 387	71 387	71 387
A III. 1	Zákonný rezervní fond/Nedělit. fond	71 387	71 387	71 387	71 387	71 387	71 387
2	Statutární a ostatní fondy		0	0	0	0	0
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	809 769	855 151	907 765	964 731	1 024 928	1 051 996
IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let						
2	Neuhrazená ztráta minulých let						
A. V.	VH běžného účetního období (+ / -)	254 563	226 910	263 072	284 831	300 983	270 680
B.	CIZÍ ZDROJE	190 717	187 636	198 553	212 898	223 815	223 934
B. I.	Rezervy	0	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
B. III.	Krátkodobé závazky	190 717	187 636	198 553	212 898	223 815	223 934
B. III. 1	Závazky z obchodních vztahů	170 809	167 044	175 758	185 118	193 971	194 114
2	Závazky k ovládaným a řízeným os.	0	0	0	0	0	0
3	Závazky k úče. jednotkám pod podst. vlivem	0	0	0	0	0	0
4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0	0
5	Závazky k zaměstnancům	6 260	6 884	8 527	12 903	14 363	14 144
6	Závazky ze soc. zabezp. a zdrav. poj.	7 577	7 637	8 196	8 805	9 411	9 606
7	Stát - daňové závazky a dotace	6 071	6 071	6 071	6 071	6 071	6 071
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0
B. IV. 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0
2	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0

3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
C.	OSTATNÍ PASIVA	8 507	8 707	9 180	9 189	9 142	8 731
C. I.	Časové rozlišení	8 507	8 707	9 180	9 189	9 142	8 731

Příloha č. 8

Výkaz zisku a ztráty v plném rozsahu (tis. Kč)		2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
I.	Tržby za prodej zboží	178 975	178 610	187 928	197 935	207 401	207 554
A.	Náklady vynalož. na prodané zbo.	143 180	142 888	131 120	138 102	144 707	144 813
+	Obchodní marže	35 795	35 722	56 808	59 833	62 694	62 740
II.	Výkony	1 519 476	1 516 379	1 595 483	1 680 447	1 760 808	1 762 105
II. 1	Tržby za prodej vl. výrobků a sl.	1 509 043	1 505 967	1 584 528	1 668 909	1 748 717	1 750 006
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti		0	0	0	0	0
3	Aktivace	10 433	10 412	10 955	11 539	12 091	12 099
B.	Výkonová spotřeba	984 996	999 584	1 019 341	1 040 070	1 060 173	1 068 285
1	Spotřeba materiálu a energie	753 031	768 092	775 773	783 531	791 366	799 280
2	Služby	231 965	231 492	243 569	256 539	268 807	269 005
+	Přidaná hodnota	570 275	552 517	632 950	700 210	763 329	756 561
C.	Osobní náklady	275 101	277 294	297 361	319 217	340 949	348 021
1	Mzdové náklady	202 052	203 657	218 566	234 810	250 959	256 167
2	Odměny členům orgánů společ. a družstva	0	0	0	0	0	0
3	Náklady na soc. zabezp. a zdrav. Pojištění	68 698	69 243	74 313	79 835	85 326	87 097
4	Sociální náklady	4 351	4 395	4 482	4 572	4 664	4 757
D.	Daně a poplatky	951	961	971	980	990	1 000
E.	Odpisy DNM a DHM	47 499	47 816	48 403	49 144	50 051	51 867
III.	Tržby z prodeje dld. majetku a materiálu	49 625	49 727	47 132	44 623	42 489	42 457
III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0
2	Tržby z prodeje materiálu	49 625	49 727	47 132	44 623	42 489	42 457
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	29 059	29 119	27 600	26 130	24 880	24 862
1	Zůstatková cena prodaného dld. majetku	0	0	0	0	0	0
2	Prodaný materiál	29 059	29 119	27 600	26 130	24 880	24 862
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	3 787	3 787	3 787	3 787	3 787	3 787
IV.	Ostatní provozní výnosy	28 185	26 128	25 491	24 848	24 036	22 054
H.	Ostatní provozní náklady	17 161	19 126	22 123	25 301	28 511	30 532
*	Provozní výsledek hospodaření	274 526	250 268	305 327	345 121	380 685	361 003
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dld. finančního majetku	0	0	0	0	0	0

VII.	1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v úče. jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
	2.	Výnosy z ostatních dld. CP a podílů	0	0	0	0	0	0
	3.	Výnosy z ostatních dld. finančního majetku	0	0	0	0	0	0
VIII.		Výnosy z krátk. finančního majetku	0	0	0	0	0	0
K.		Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0
IX.		Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0	0
L.		Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0	
M.		Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	
X.		Výnosové úroky	3 329	3 521	3 732	3 964	4 219	4 500
N.		Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0
XI.		Ostatní finanční výnosy	90 498	85 314	83 764	81 225	77 109	68 166
O.		Ostatní finanční náklady	54 078	58 967	68 044	78 667	90 429	99 496
XII.		Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
P.		Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
*		Finanční výsledek hospodaření	39 749	29 867	19 452	6 522	-9 101	-26 830
Q.		Daň z příjmů za běžnou činnost	59 712	53 226	61 708	66 812	70 601	63 493
**		VH za běžnou činnost	254 563	226 910	263 072	284 831	300 983	270 680
XIII.		Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
R.		Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
S.		Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0
	1	- splatná	0	0	0	0	0	0
	2	- odložená	0	0	0	0	0	0
*		Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
		Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0	0
***		VH za účetní obd. (+/-)	254 563	226 910	263 072	284 831	300 983	270 680
		VH před zdaněním	314 276	280 135	324 780	351 643	371 584	334 173

Příloha č. 9

Výpočet nákladu kapitálu komplexní stavebnicovou metodou

OBCHODNÍ RIZIKO		51
riziko oboru		9
dynamika oboru	přiměřené riziko	2
závislost oboru na hosp. cyklu	přiměřené riziko	2
potenciál inovací oboru	vysoké riziko	4
určování trendů v oboru	nízké riziko	1
rizika trhu na kterém je podnik činný		8
kapacita trhu, možnost expanze	vysoké riziko	4
rizika dosažení tržeb	přiměřené riziko	2
rizika proniknutí na trhy, cílové trhy	přiměřené riziko	2
rizika konkurence		13
Konkurence	zvýšené riziko	3
konkurenceschopnost produktů	přiměřené riziko	2
ceny	přiměřené riziko	2
kvalita, řízení kvality	nízké riziko	1
výzkum a vývoj	přiměřené riziko	2
reklama a propagace	přiměřené riziko	2
distribuce, servis	nízké riziko	1
rizika managementu		4
klíčové osobnosti	přiměřené riziko	2
vize, strategie	nízké riziko	1
organizační struktura	nízké riziko	1
rizika výrobního procesu		8
hodnocení pouze z pohledu výrobních rizik	přiměřené riziko	2
technologické možnosti výroby	zvýšené riziko	3
pracovní síla	přiměřené riziko	2
dodavatelé	nízké riziko	1
ostatní faktory obchodního rizika		9
úroveň fixních nákladů	přiměřené riziko	2
postavení podniku vůči dodavatelům	přiměřené riziko	2
postavení podniku vůči odběratelům	přiměřené riziko	2
bariéry vstupu do odvětví	zvýšené riziko	3
FINANČNÍ RIZIKO		12
úročený cizí / vlastní kapitál	přiměřené riziko	2
krytí úroků – EBIT/placené úroky	nízké riziko	1
podíl ČPK na OA	přiměřené riziko	2

běžná a okamžitá likvidita	zvýšené riziko	3
průměrná doba inkas pohledávek	přiměřené riziko	2
průměrná doba držení zásob	přiměřené riziko	2

	Počet hodnoc. kritérií	Váha	Počet * Váha
OBCHODNÍ RIZIKO	25		25
I. Riziko oboru	4	1	4
II. Riziko trhu	3	1	3
III. Riziko konkurence	7	1	7
IV. Rizika managementu	3	1	3
V. Rizika výrobního procesu	4	1	4
VI. Ostatní faktory obchodního rizika	4	1	4
FINANČNÍ RIZIKO	6	1,3	7,8
počet kritérií	31		32,8

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
RF	2,26%	2,41%	1,30%	1,50%	2,33%	2,71%	3,98%
základní jednotková míra = R_f/n	0,073%	0,078%	0,042%	0,048%	0,075%	0,087%	0,128%
maximální náklady kapitálu – maximální riziková přírážka	13,56%	14,46%	7,80%	9,00%	13,98%	16,26%	23,88%
a – konstanta	1,5651	1,5651	1,5651	1,5651	1,5651	1,5651	1,5651

Výpočet rizikových přírážek pro jednotlivé stupně rizika

X - stupeň rizika	a^x	$z = (a^x - 1)$	$(z * r_f / n)$ 2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1 Nízke riziko	1,5651	0,5651	0,04%	0,04%	0,02%	0,03%	0,04%	0,05%	0,07%
2 Přiměřené riziko	2,449	1,4495	0,11%	0,11%	0,06%	0,07%	0,11%	0,13%	0,19%
3 Zvýšené riziko	3,8337	2,8337	0,21%	0,22%	0,12%	0,14%	0,21%	0,25%	0,36%
4 Vysoké riziko	6,0000	5,0000	0,36%	0,39%	0,21%	0,24%	0,38%	0,44%	0,64%

I. Rizika oboru	RP ($z * r_f / n$) 2008	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí RP (RP * váž.počet) 2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nizké	0,04%	1	1	1	0,04%	0,04%	0,02%	0,03%	0,04%	0,05%	0,07%
Přiměřené	0,11%	2	1	2	0,21%	0,23%	0,12%	0,14%	0,22%	0,25%	0,37%

Zvýšené	0,21%	0	1	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vysoké	0,36%	1	1	1	0,36%	0,39%	0,21%	0,24%	0,38%	0,44%	0,64%
Součet		4		4	0,62%	0,66%	0,35%	0,41%	0,64%	0,74%	1,09%
II. Rizika trhu											
Nízké	0,04%	0	1	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Přiměřené	0,11%	2	1	2	0,21%	0,23%	0,12%	0,14%	0,22%	0,25%	0,37%
Zvýšené	0,21%	0	1	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,50%	0,00%
Vysoké	0,36%	1	1	1	0,36%	0,39%	0,21%	0,24%	0,38%	0,87%	0,64%
Součet		3		3	0,58%	0,61%	0,33%	0,38%	0,59%	1,62%	1,01%
III. Rizika konkurence											
Nízké	0,04%	2	1	2	0,08%	0,09%	0,05%	0,05%	0,08%	0,10%	0,15%
Přiměřené	0,11%	4	1	4	0,42%	0,45%	0,24%	0,28%	0,44%	0,51%	0,74%
Zvýšené	0,21%	1	1	1	0,21%	0,22%	0,12%	0,14%	0,21%	0,25%	0,36%
Vysoké	0,36%	0	1	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Součet		7		7	0,71%	0,76%	0,41%	0,47%	0,73%	0,85%	1,25%
IV. Management											
Nízké	0,04%	2	1	2	0,08%	0,09%	0,05%	0,05%	0,08%	0,10%	0,15%
Přiměřené	0,11%	1	1	1	0,11%	0,11%	0,06%	0,07%	0,11%	0,13%	0,19%
Zvýšené	0,21%	0	1	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vysoké	0,36%	0	1	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Součet		3		3	0,19%	0,20%	0,11%	0,12%	0,19%	0,23%	0,33%
V. Výrobní proces											
Nízké	0,04%	1	1	1	0,04%	0,04%	0,02%	0,03%	0,04%	0,05%	0,07%
Přiměřené	0,11%	2	1	2	0,23%	0,12%	0,14%	0,22%	0,25%	0,37%	0,00%
Zvýšené	0,21%	1	1	1	0,21%	0,22%	0,12%	0,14%	0,21%	0,25%	0,36%
Vysoké	0,36%	0	1	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Součet		4		4	0,47%	0,39%	0,28%	0,38%	0,51%	0,67%	0,44%
VI. Ostatní faktory provozních ziskových marží											
Nízké	0,04%	0	1	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Přiměřené	0,11%	3	1	3	0,32%	0,34%	0,18%	0,21%	0,33%	0,38%	0,56%
Zvýšené	0,21%	1	1	1	0,21%	0,22%	0,12%	0,14%	0,21%	0,25%	0,36%
Vysoké	0,36%	0	1	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Součet		4		4	0,52%	0,56%	0,30%	0,35%	0,54%	0,63%	0,92%
B. Faktory rizika financování											
Nízké	0,04%	1	1,3	1,3	0,05%	0,06%	0,03%	0,04%	0,06%	0,06%	0,09%
Přiměřené	0,11%	4	1,3	5,2	0,55%	0,59%	0,32%	0,36%	0,57%	0,66%	0,97%
Zvýšené	0,21%	1	1,3	1,3	0,27%	0,29%	0,15%	0,18%	0,28%	0,32%	0,47%

Vysoké	0,36%	0	1,3	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Součet		6		7,8	0,87%	0,93%	0,50%	0,58%	0,90%	1,05%	1,53%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bezriziková sazba - R_F	2,26%	2,41%	1,30%	1,50%	2,33%	2,71%	3,98%
I. Rizika oboru	0,62%	0,66%	0,35%	0,41%	0,64%	0,74%	1,09%
II. Rizika trhu	0,58%	0,61%	0,33%	0,38%	0,59%	1,62%	1,01%
III. Rizika konkurence	0,71%	0,76%	0,41%	0,47%	0,73%	0,85%	1,25%
IV. Management	0,19%	0,20%	0,11%	0,12%	0,19%	0,23%	0,33%
V. Výrobní proces	0,47%	0,39%	0,28%	0,38%	0,51%	0,67%	0,44%
VI. Ost. fa. provozních zisk. marží	0,52%	0,56%	0,30%	0,35%	0,54%	0,63%	0,92%
<i>OBCHODNÍ RIZIKO</i>	3,09%	3,18%	1,79%	2,12%	3,21%	4,74%	5,04%
<i>FINANČNÍ RIZIKO</i>	0,87%	0,93%	0,50%	0,58%	0,90%	1,05%	1,53%
Riziková prémie celkem	3,96%	4,11%	2,29%	2,70%	4,10%	5,78%	6,58%
Náklady vlastního kapitálu - R_E	6,22%	6,52%	3,59%	4,20%	6,43%	8,49%	10,56%